

# Rentestigninger efter vaccineoptimisme

Renter er steget i forventninger og håb om en hurtigere og mere effektiv vaccine mod Covid-19. Vi venter, at renter forbliver lave op mod ECB-mødet i december, hvor der lanceres en større pakke af lempelser. Vaccineoptimismen ventes at presse renter højere end indpriset i Europa og især USA i 2021, mens for hurtige rentestigninger kan få Fed på banen igen.

- Lange renter presset højere af vaccineoptimisme
- Lange USD-renter på højeste niveau siden marts
- Større pakke fra ECB i december
- Uændrede til let aftagende DKK-EUR-rentespænd
- Danske realkreditobligationer er stadig eftertragtede

Risikomærkning	<div style="width: 100%; height: 10px; background: linear-gradient(to right, green, yellow, red);"></div>	X
Kompleks		X
Ikke-kompleks		

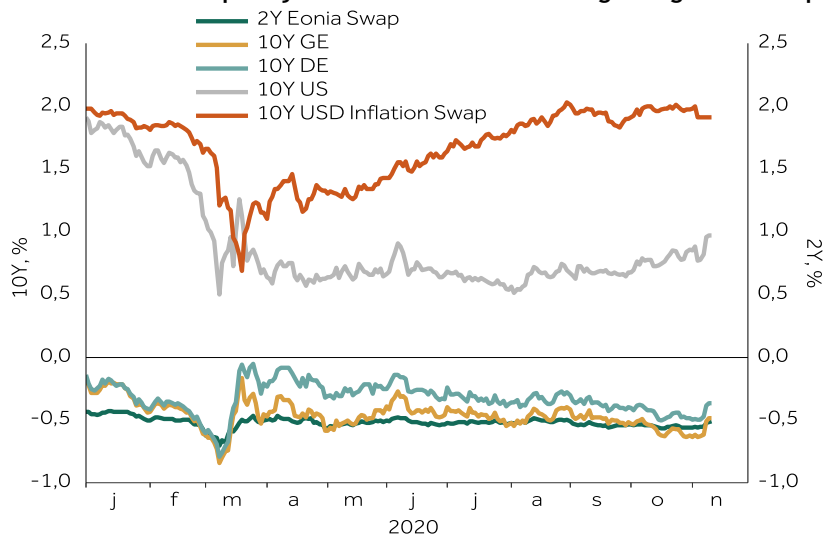
Se venligst de sidste sider for forklaring.

## Lange renter presset højere af vaccineoptimisme

Renter i Europa og USA er steget op mod 23 bp siden renteprognosen i oktober og rentekurver er stejlet. De største rentestigninger er kommet i USA, hvor de lange renter er tæt på højeste niveau siden marts. Rentestigningerne skyldes primært nyheden i denne uge om, at Pfizer og BioNTech er kommet langt i udviklingen af en Covid-19 vaccine. Derimod bliver finansieringsbehovet i USA formentlig lavere end ventet forud for valget, da hjælpepakken i USA bliver mindre med en demokratisk præsident og formentlig et republikansk senat.

Hvis rentestigningerne i USA fortsætter i et hurtigt tempo, så kan Fed i først verbalt intervenere med signaler om at øge opkøbene og/eller købe længere obligationer for at presse renter lavere igen. Dermed venter vi, at den 10-årige amerikanske statsrente ikke vil handle over 1 % i en længere periode før ECB-mødet i december, hvor vi venter en større pakke af tiltag, der kan være med til at holde renter og spænd lave i euroområdet. Derfor venter vi, at intervallerne holder, så den 10-årige tyske statsrente forbliver under -0,40 % mindst indtil ECB-mødet. Dette vil også være med til at holde danske renter lave i den næste måned, mens lange renter især i USA, men også i Europa ventes at stige mere end priset i 2021.

**Figur 1:**  
Renter i USD er tæt på højeste niveau siden marts og stadig lave i Europa



Kilde: Refinitiv Datastream & 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 investorerinformation:**  
Se materialets sidste sider.

## Lange USD-renter på højeste niveauer siden marts

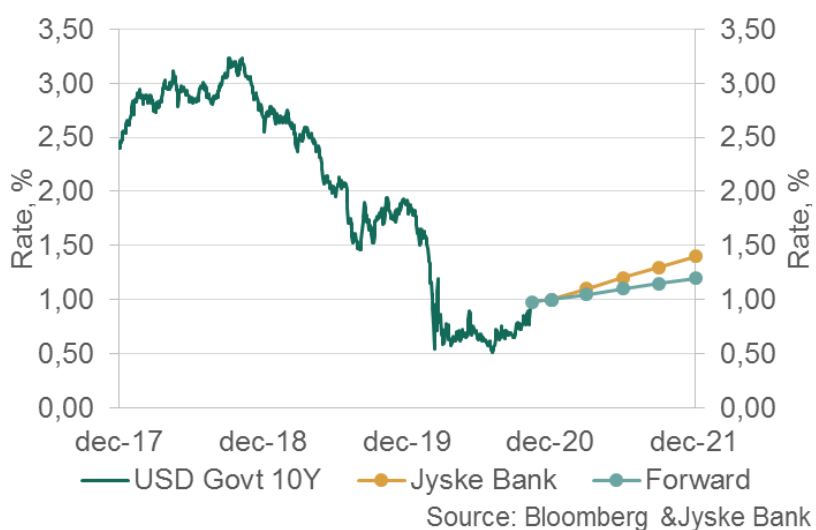
Renter i USA er steget op mod 23 bp siden renteprognosen i oktober og rentekurver er stejlet. Lange USD-renter er dermed steget til de højeste niveauer siden marts. Rentestigningerne skyldes primært nyheden i denne uge om, at Pfizer og BioNTech er kommet langt i udviklingen af en Covid-19 vaccine. Derimod bliver finansieringsbehovet i USA formentlig lavere end ventet forud for valget, da hjælpepakken i USA bliver mindre med en demokratisk præsident og formentlig et republikansk senat. Dette har presset inflationsswaps lavere i USD (se figur 1).

Fed-mødet i oktober blev som ventet en non-event, hvor Fed-chef Powell gentog, at pengepolitikken allerede er lempelig, men kan justeres, hvis det bliver nødvendigt. Fed kan fx øge opkøbene og/eller købe obligationer med længere løbetider. Hvis aktiekursstigningerne fortsætter i de kommende dage, så vurderer vi, at den 10-årige amerikanske statsrente snart bryder 1 %. For hurtige rentestigninger øger dog muligheden for, at Fed først verbalt intervenserer, hvilket kan få renter til at falde igen.

Derfor venter vi, at den 10-årige amerikanske statsrente ikke vil handle over 1 % i en længere periode før ECB-mødet i december, hvor vi venter en større pakke af tiltag (se mere om ECB i næste afsnit).

Udviklingen af en vaccine mod Covid-19 sker hurtigere og er mere effektiv end ventet. Derfor venter vi, at markederne i stigende grad vil indprise en "normalisering", så USD-renter stiger noget mere indpriset og rentekurven stejler i 2021. Omvendt kan fornyede nedlukninger, en begrænset amerikansk hjælpepakke og Fed være med til at holde renterne lave og i hvert fald forhindre så hurtige rentestigninger som i vores prognose.

**Figur 2:**  
10-årig amerikansk statsrente ventes at stige mere end indpriset



## Større pakke fra ECB i december

Renter på sikre statsobligationer og swaprenter i Europa og er steget op mod 7 bp og rentekurver er stejlet siden renteprognosen i oktober. Derimod er swap- og

kreditspænd faldet, ligesom renter på bl.a. italienske statsobligationer er faldet. Rentemarkederne præges af vaccinen mod Covid-19 på den ene side, og omvendt forventninger om, at ECB leverer en større stimulanspakke ved næste ECB-møde den 10. december, som Lagarde indikerede ved ECB-mødet i oktober.

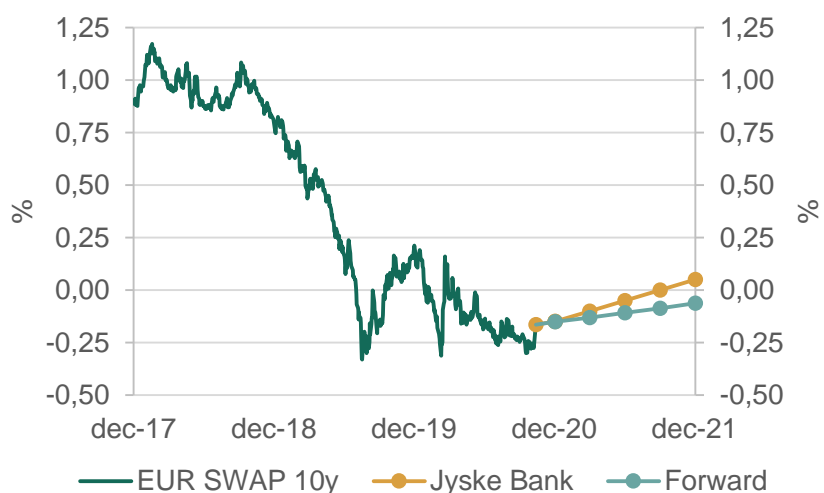
Vores forventninger til ECB-stimulanser i december:

- Forøgelse og forlængelse af PEPP-opkøbene med 400 mia., så de fortsætter indtil udgangen af 2021.
- Forøgelse af APP-opkøbene med 20 mia. pr. måned i hele 2021 (fra 20 mia. pr. måned på ubestemt tid, ligesom der var afsat en ekstra ramme på 120 mia. gennem 2020.)
- Tre nye likviditetsoperationer, TLTRO'er, så der kommer en hvert kvartal i hele 2021
- En forhøjelse af "tiering factor" fra 6 til 10, så banker i euroområdet kompenseres i forhold til den andel af overskudslikviditet i ECB, som vil være friholdt fra den negative rente.
- Indlånsrenten fastholdes i -0,5 %.

Indtil denne uge har markederne indpriset, at ECB nedsætter renten med 10 bp i løbet af 2021, hvilket nu kun i begrænset omfang er indpriset (Eonia er priset til at falde med 5 bp inden ultimo 2021). Vi venter, at ECB's pakke øger overskudslikviditeten yderligere i euroområdet, hvilket presser EUR-fixingerne lidt lavere og tæt på indpriset. Vi vurderer, at ECB gerne vil fastholde forventningerne om en rentenedsættelse – også selvom den ikke leveres i december. Vi vurderer derfor, at markedet skal prise rentenedsættelsen fra ECB væk, før den 10-årige tyske statsrente bryder -0,40%. Dermed venter vi, at de lange renter fastholder intervallerne i hvert fald indtil ECB-mødet i december.

Samlet ventes ECB's store pakke i december at være med til at holde renter og spænd lave. Derfor venter vi fortsat lave renter – og at økonomierne og coronapandemien skal forbedres yderligere, før renter for alvor stiger. Renteniveauerne i euroområdet er dog stadig meget lave, og vi venter højere lange renter end indpriset i løbet af 2021.

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



Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

## Uændrede til let aftagende DKK-EUR-rentespænd

Danske stats- og swaprenter er også steget op mod 7 bp og rentekurver er stejlet siden renteprognosen i oktober. DKK-EUR-rentespænd er nogenlunde uændrede. Rentemarkederne præges af vaccinen mod Covid-19 på den ene side, og omvendt forventninger om, at ECB leverer en større stimulanspakke ved næste ECB-møde den 10. december, som Lagarde indikerede ved ECB-mødet i oktober.

Yderligere stigning i likviditeten i euroområdet kombineret med vores prognose om aftagende eller uændret nettostilling i Danmark efter stigningen frem mod årsskiftet tilsiger, at kronen kan styrkes over for euroen i 2021. Det kan ske, hvis danske investorer reagerer med øget valutaafdækning.

Vi forventer fortsat, at Nationalbanken vil være afventende med intervention og især en rentenedsættelse, selvom EUR/DKK skulle falde ned mod 7,435. I den nuværende situation med negative renter har Nationalbanken ikke travlt med at sætte renten yderligere ned, så længe der ikke er tale om decideret spekulation mod kronen. Dette var også tilfældet i 2016 og 2017, hvor kronen også var stærk i perioder over for euroen.

Markederne indpriser, at de danske pengemarkedsfixinger falder over 10 bp i det næste år. Vi venter også faldende fixinger, men ikke helt så meget som indpriset, da vi venter strammere likviditet i Danmark i løbet af 2021.

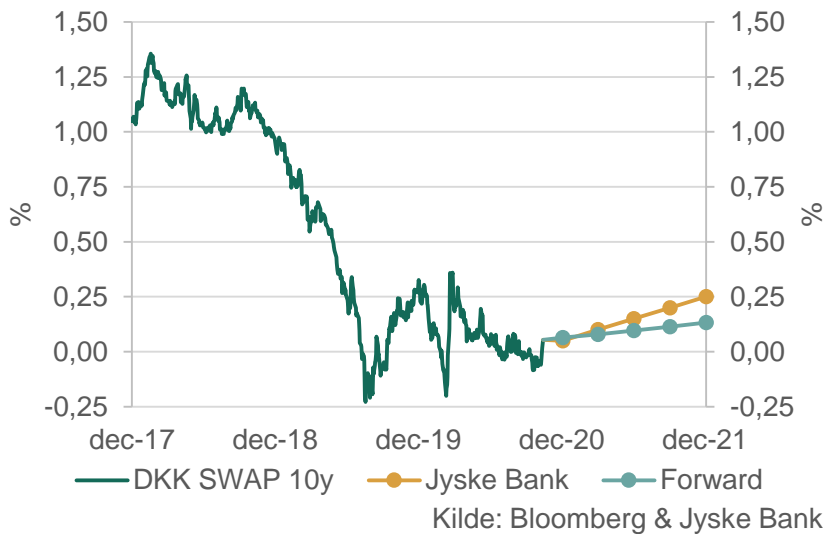
I den lange ende af retekurverne venter vi nogenlunde stabile til let aftagende DKK-EUR-rentespænd. Dermed venter vi, at danske renter stiger i prognoseperioden, og at renter stiger lidt mere end indpriset.

**Figur 4:**  
**3M Cibur ventes ikke at falde helt så meget som indpriset**



Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

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



### Danske realkreditobligationer er stadig eftertragtede

Renter på danske realkreditobligationer er tæt på samme niveauer som ved renteprognosen i oktober. Renter har dog været lavere, fordi markederne i en længere periode har indpriset en rentenedsættelse fra ECB i løbet af 2021, men den er næsten priset ud igen.

Danske realkreditobligationer understøttes dog fortsat af, at kreditspænd i Europa er faldet til tæt på laveste niveauer under coronapandemien. Specifikt understøttes danske obligationer af en høj dansk kreditvurdering, refinansierungsgrader under 60 % i 5-årige RTL'er ved de kommende auktioner senere i november, rigelig overskudslikviditet (nettostilling) op mod årsskiftet, og at flere danske banker nedsætter grænsen for indlån fra privatkunder, før renten bliver negativ. Derfor venter vi begrænsede renteændringer i den næste måned.

**Figur 6:**  
Renter på danske rentetilpasningsobligationer er stadig lave




Source: Jyske Bank

**Tabel 1: Jyske Bank Boligrenteprognose**


Rente, %	Idag	Pr. 1. jan
RTL1	-0,28	-0,30
RTL3	-0,35	-0,35
RTL5	-0,27	-0,25
RTL10	0,15	0,15
Kurs på 30-årig fast rente (1 % 2053) med afdrag	99,50	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	-0,23	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25
Cibor 6m	-0,12	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15
STAT 2y	-0,56	-0,60	-0,60	-0,60	-0,60	-0,60
STAT 5y	-0,51	-0,55	-0,50	-0,50	-0,45	-0,45
STAT 10y	-0,35	-0,35	-0,30	-0,25	-0,20	-0,15
STAT 30y	0,11	0,15	0,20	0,25	0,30	0,35
STAT 5y - 2y	0,04	0,05	0,10	0,10	0,15	0,15
STAT 10y - 5y	0,16	0,20	0,20	0,25	0,25	0,30
STAT 30y - 10y	0,45	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50


**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	-0,12	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15
SWAP 2y	-0,18	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20
SWAP 5y	-0,16	-0,15	-0,10	-0,10	-0,05	-0,05
SWAP 10y	0,06	0,05	0,10	0,15	0,20	0,25
SWAP 30y	0,27	0,30	0,35	0,40	0,45	0,50
SWAP 5y - 2y	0,03	0,05	0,10	0,10	0,15	0,15
SWAP 10y - 5y	0,21	0,20	0,20	0,25	0,25	0,30
SWAP 30y - 10y	0,21	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25


**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	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Euribor 6m	-0,51	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
STAT 2y	-0,71	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
STAT 5y	-0,69	-0,70	-0,65	-0,65	-0,60	-0,60
STAT 10y	-0,47	-0,45	-0,40	-0,35	-0,30	-0,25
STAT 30y	-0,03	0,00	0,05	0,10	0,15	0,20
STAT 5y - 2y	0,02	0,05	0,10	0,10	0,15	0,15
STAT 10y - 5y	0,22	0,25	0,25	0,30	0,30	0,35
STAT 30y - 10y	0,44	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45

**SWAPRENTER**

 EUROLAND	Spot	Q4-20	Q1-21	Q2-21	Q3-21	Q4-21
Euribor 3m	-0,51	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Euribor 6m	-0,51	-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	-0,41	-0,40	-0,35	-0,35	-0,30	-0,30
SWAP 10y	-0,16	-0,15	-0,10	-0,05	0,00	0,05
SWAP 30y	0,11	0,15	0,20	0,25	0,30	0,35
SWAP 5y - 2y	0,09	0,10	0,15	0,15	0,20	0,20
SWAP 10y - 5y	0,25	0,25	0,25	0,30	0,30	0,35
SWAP 30y - 10y	0,28	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30

**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	0,21	0,25	0,20	0,20	0,20	0,20
STAT 2y	0,18	0,20	0,25	0,25	0,30	0,30
STAT 5y	0,45	0,50	0,55	0,60	0,65	0,70
STAT 10y	0,98	1,00	1,10	1,20	1,30	1,40
STAT 30y	1,74	1,75	1,85	1,95	2,05	2,15
STAT 5y - 2y	0,27	0,30	0,30	0,35	0,35	0,40
STAT 10y - 5y	0,52	0,50	0,55	0,60	0,65	0,70
STAT 30y - 10y	0,77	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75

Kilde: Bloomberg &amp; 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 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

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.