

Stejlere USD-kurve – intervalhandel i Europa

Der er basis for intervalhandel i renter i Europa pga. ECB's pengepolitik og et stort placeringsbehov. Derimod kan USD-kurven stejle yderligere.

- Stor divergens i rentemarkederne i USA og Europa
- Stigende lange USD-renter og kurvestejling
- Renteintervallerne holder i Europa
- Danske stats- og swaprenter fortsat lave
- Lave danske realkreditrenter

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.

Stor divergens i rentemarkederne i USA og Europa

Renteudviklingen har været meget forskellig i USA og Europa over de seneste uger, hvor lange USD-renter er steget over 20 bp og USD-kurven er stejlet. **Den 10-årige amerikanske statsrente er steget over 1 % for første gang siden marts.** Derimod fastholder renterne i Europa intervallerne, hvor både stats- og swaprenter er nogenlunde på samme niveauer som i starten af december.

Rentestigningerne i USA skyldes bl.a. forventninger om øget vækst, højere inflation og øget offentligt forbrug. Disse forventninger understøttes af vaccinationer og en finanspolitisk aftale i USA. Momentum med stigende USD-renter er tiltaget efter det såkaldte Blue Sweep (Demokraterne har ryddet bordet og indtager præsidentposten og har flertal i begge kamre i Kongressen) er en realitet, efter omvalget til senatet i Georgia den 5. januar. Risikoen for øget regulering i kølvandet af Blue Sweep har ikke forhindret de amerikanske aktiemarkeder i at stige, så vi ser mulighed for højere lange USD-renter. Vi vurderer dog, at **rentestigningerne i USA vil være moderate**, da Fed har mulighed for at øge opkøbene eller købe længere obligationer.

I slutningen af december blev der indgået en aftale mellem EU og UK i kølvandet af Brexit, hvilket forhindrede et større rentefald. Vaccinationerne i Europa er heldigvis i gang, men de skærpede restriktioner i flere lande lægger omvendt en dæmper på væksten. Dette er sammen med ECB's lempelige pengepolitik med til at fastholde renter og spænd i Europa. Tilmed har mange investorer i Europa et stort placeringsbehov, som også lægger et låg på de danske renter. Vi venter derfor **intervalhandel i renter i Europa et stykke ind i 2021.**

Research, Jyske Markets, Jyske Bank A/S

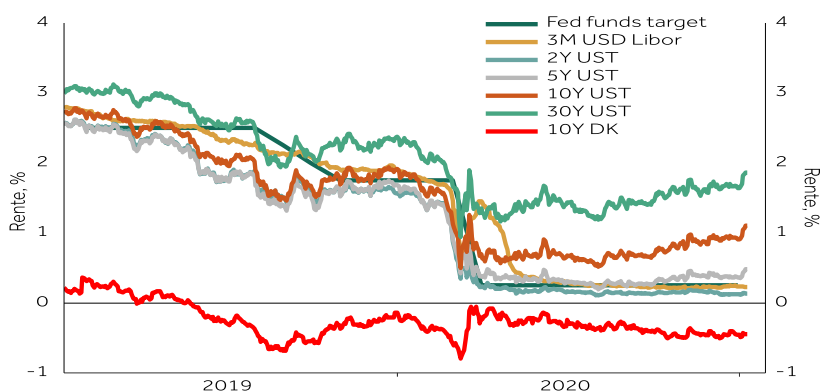
Rente- og valutastrateg,
Morten Hassing Povlsen
+45 89 89 71 08
mhp@jyskebank.dk

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.

Figur 1:
Stigende lange USD-renter, mens danske statsrenter fastholder intervallet



Kilde: Refinitiv Datastream & Jyske Bank

Stigende lange USD-renter og kurvestejling

Lange USD-renter er steget over 20 bp og USD-kurven er stejlet siden renteprognosen i starten af december. **Den 10-årige amerikanske statsrente er steget over 1 % for første gang siden marts.**

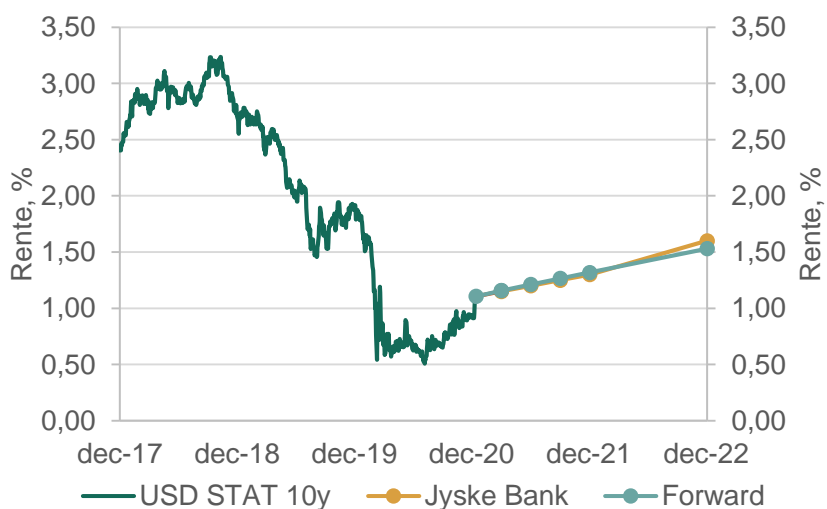
Rentestigningerne skyldes bl.a. forventninger om øget vækst, højere inflation og øget offentligt forbrug. Disse forventninger understøttes af vaccinationer og en finanspolitisk aftale i USA. Momentum med stigende USD-renter er tiltaget efter det såkaldte Blue Sweep (Demokraterne har ryddet bordet og indtager præsidentposten og har flertal i begge kamre i Kongressen) er en realitet, efter omvalget til senatet i Georgia den 5. januar. Risikoen for øget regulering i kølvandet af Blue Sweep har ikke forhindrede de amerikanske aktiemarkeder i at stige, så vi ser mulighed for højere lange USD-renter.

I december fastholdt Fed pengepolitikken, så opkøbene af stats- og realkreditobligationer fortsætter med mindst 120 mia. dollar i måneden, indtil der er en betydelig fremgang i Feds målsætninger om fuld beskæftigelse og stabile priser. Fed fastslog dermed implicit, at opkøbene først skal nedbringes, inden renten hæves.

Vi vurderer, at Fed begynder at aftrappe opkøbene omkring årsskiftet 2021/22, hvilket kan blive annonceret på et af møderne op til årsskiftet, som givetvis indikeres i løbet af sensommeren eller efteråret. Vi vurderer, at opkøbene nedtrappes i løbet af 12-15 måneder, og derfor er færdige i starten af 2023. Dermed kan den første renteforhøjelse komme i slutningen af 2023, hvilket er nogenlunde som indpriset i markederne.

Samlet venter vi højere USD-renter, omend **rentestigningerne vil være moderate**, da Fed har mulighed for at øge opkøbene eller købe længere obligationer.

Figur 2:
Lange USD-renter kommer til at stige yderligere



Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

Renteintervallerne holder i Europa

Stats- og swaprenter i euroområdet er nogenlunde på samme niveauer som i starten af december. Renter fastholder dermed intervallerne siden september.

Aftalen i slutningen af december mellem EU og UK i kølvandet af Brexit forhindrede et større rentefald. Vaccinationerne i Europa er heldigvis i gang, men de skærpede restriktioner i flere lande lægger omvendt en dæmper på væksten. **De lave renter og spænd i euroområdet skyldes derfor i høj grad ECB's lempelige pengepolitik**, som blev yderligere justeret i december, hvor ECB leverede en pakke af lempelser:

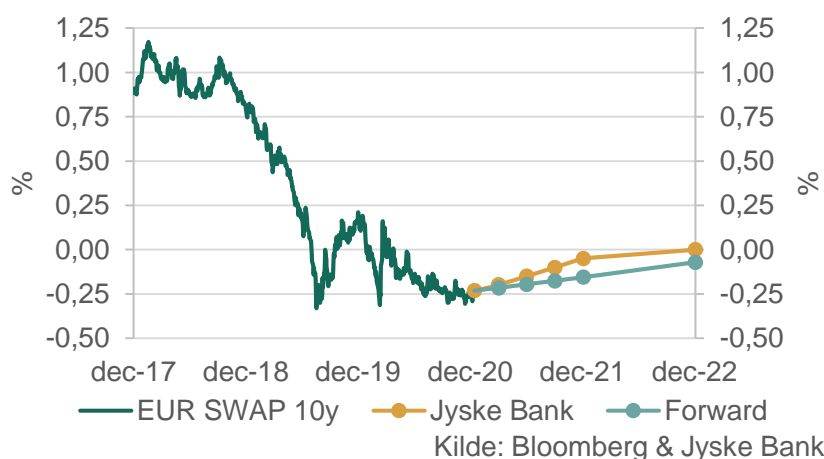
- Pandemiopkøbsprogrammet PEPP udvidet med 500 mia. til i alt 1.850 mia. euro og forlænget med ni måneder indtil marts 2022. Geninvesteringerne fortsætter mindst indtil udgangen af 2023.
- De 3-årige likviditetstildelinger (TLTRO'er) forlænget til hvert kvartal i 2021 med endnu mere attraktive vilkår, så renten kan være ned til -1,0 % frem til juni 2022 (ét års forlængelse) og rammen for likviditetstildelingerne udvidet til 55 % af de enkelte bankers udlånsmasse fra 50 %.
- Fire nye 1-årige PELTRO'er i 2021 til reporenten minus 25 bp.
- Sikkerhedsstillelsesregler forlænget indtil juni 2022.
- Swap- og repolines med centralbanker uden for euroområdet forlænget indtil marts 2022.

Derudover fortsætter ECB's APP-opkøb med 20 mia. euro pr. måned, så længe det er nødvendigt og under alle omstændigheder indtil kort før første renteforhøjelse. **ECB køber dermed en meget stor andel af nettoudstedelserne i euroområdet.** Vi venter, at "tiering factor" bliver forhøjet, så en større del af den kraftigt stigende overskudslikviditet i EUR bliver friholdt fra den negative rente.

Vi venter ingen renteændringer i prognoseperioden fra ECB, som dog har udtrykt bekymring over eurostyrkelsen, som er med til at lægge en dæmper på inflationen. Markederne indpriser lidt lavere korte renter, hvilket til dels skyldes den stigende overskudslikviditet og til dels en mindre mulighed for en rentenedsættelse fra ECB. Yderligere eurostyrkelse kan derfor presse de helt korte renter lidt lavere.

Vi venter **intervalhandel i renter i Europa et stykke ind i 2021**, hvor mange investorer har et stort placeringsbehov og dermed holder renter og spænd lave.

Figur 3:
10-årig EUR swaprenter ventes at stige moderat



Danske stats- og swaprenter fortsat lave

Danske stats- og swaprenter er også nogenlunde på samme niveau som i starten af december, hvor DKK-EUR rentespænd er udvidet marginalt for kortere løbetider og indsnævret for længere løbetider.

Danske obligationer nyder også godt af ECB's lempelige pengepolitik og et stort placeringsbehov blandt investorer. Desuden er EUR/DKK igen faldet under 7,44, og er dermed kommet tættere på de niveauer, hvor Nationalbanken tidligere har inter文eneret for at svække kronen over for euroen. Vi vurderer, at interventioner i givet fald er tilstrækkelige til at svække kronen, så Nationalbanken ikke skal nedsætte renten.

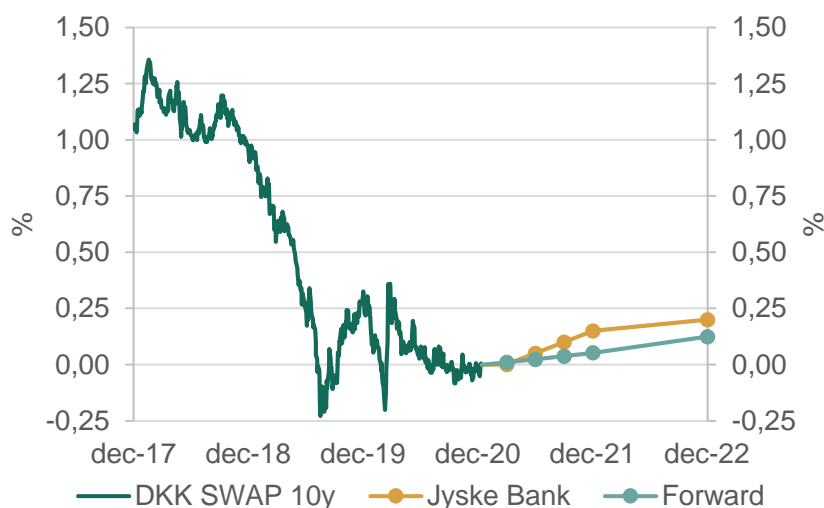
Vi venter dog, at nettostillingen falder i løbet af 2021, så de danske pengemarkedsfixinger ikke falder så meget som indpriset. Vi venter nogenlunde stabile DKK-EUR-rentespænd, så de lange danske renter stiger moderat i prognoseperioden og marginalt mere end indpriset.

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



Kilde: Bloomberg & Jysk Bank

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



Kilde: Bloomberg & Jysk Bank

Lave danske realkreditrenter

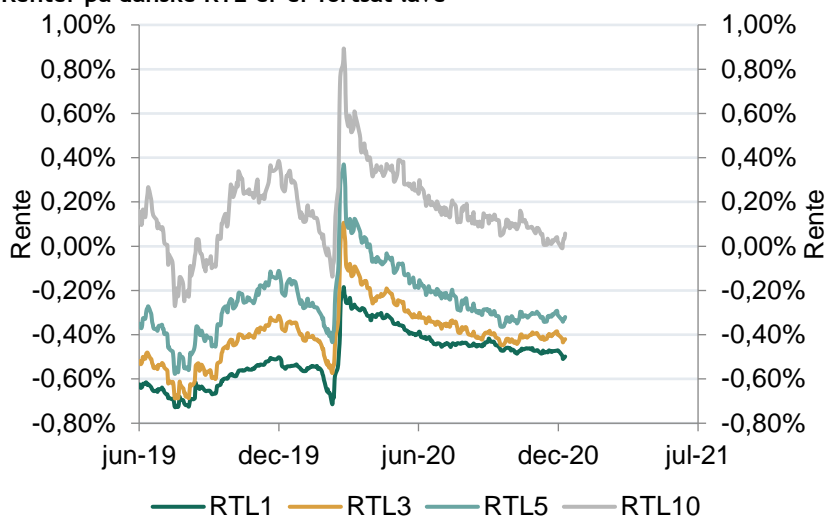
Danske rentekreditrenter er faldet marginalt siden renteprognosen i december.

Umiddelbart virker markedet ikke billigt, men danske obligationer nyder godt af ECB's opkøb, et stort placeringsbehov blandt investorer og høj kreditværdighed. Tilmed er EUR/DKK relativt lav, som alt andet lige lægger en nedadgående pres på de danske (korte) renter. Dermed vurderer vi, at markedet er relativt fair priset.

I det 30-årige konverterbare segment er det stadig obligationerne med 0,5 % i kupon, der er åbne for nye lån. Vi venter stadig lave danske realkreditrenter, og at renteændringerne er begrænsede på kort sigt.

Figur 6:

Renter på danske RTL'er er fortsat lave




Kilde: Jyske Bank

Tabel 1: Jyske Bank Boligrenteprognose


Rente, %	I dag	Pr. 1. apr.
RTL1	-0,22	-0,25
RTL3	-0,38	-0,40
RTL5	-0,33	-0,35
RTL10	0,05	0,10
Kurs på 30-årig fast rente (½ % 2053) med afdrag	97,23	97,56

Kilde: Jyske Bank


Tabel 2: Jyske Bank Renteprognose
STATSRENTER

 Danmark	Spot	Q1-21	Q2-21	Q3-21	Q4-21	Q4-22
Leading	-0,60	-0,60	-0,60	-0,60	-0,60	-0,60
Cibor 3m	-0,24	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25
Cibor 6m	-0,12	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
STAT 2y	-0,59	-0,60	-0,60	-0,60	-0,60	-0,55
STAT 5y	-0,58	-0,60	-0,55	-0,55	-0,55	-0,35
STAT 10y	-0,44	-0,40	-0,35	-0,30	-0,25	-0,20
STAT 30y	-0,04	0,00	0,05	0,10	0,10	0,15
STAT 5y - 2y	0,01	0,00	0,05	0,05	0,05	0,20
STAT 10y - 5y	0,13	0,20	0,20	0,25	0,30	0,15
STAT 30y - 10y	0,41	0,40	0,40	0,40	0,35	0,35


SWAPRENTER

 Danmark	Spot	Q1-21	Q2-21	Q3-21	Q4-21	Q4-22
Cibor 3m	-0,24	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25
Cibor 6m	-0,12	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
SWAP 2y	-0,19	-0,20	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15
SWAP 5y	-0,17	-0,20	-0,15	-0,15	-0,15	0,00
SWAP 10y	0,00	0,00	0,05	0,10	0,15	0,20
SWAP 30y	0,18	0,20	0,25	0,30	0,30	0,35
SWAP 5y - 2y	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,15
SWAP 10y - 5y	0,17	0,20	0,20	0,25	0,30	0,20
SWAP 30y - 10y	0,18	0,20	0,20	0,20	0,15	0,15


STATSRENTER

 EUROLAND	Spot	Q1-21	Q2-21	Q3-21	Q4-21	Q4-22
Leading	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Euribor 3m	-0,55	-0,55	-0,55	-0,55	-0,55	-0,50
Euribor 6m	-0,53	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,45
STAT 2y	-0,71	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
STAT 5y	-0,73	-0,70	-0,70	-0,70	-0,70	-0,55
STAT 10y	-0,52	-0,50	-0,45	-0,40	-0,35	-0,30
STAT 30y	-0,13	-0,10	-0,05	0,00	0,05	0,10
STAT 5y - 2y	-0,02	0,05	0,05	0,05	0,05	0,20
STAT 10y - 5y	0,21	0,20	0,25	0,30	0,35	0,25
STAT 30y - 10y	0,39	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40

SWAPRENTER

 EUROLAND	Spot	Q1-21	Q2-21	Q3-21	Q4-21	Q4-22
Euribor 3m	-0,55	-0,55	-0,55	-0,55	-0,55	-0,50
Euribor 6m	-0,53	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,45
SWAP 2y	-0,53	-0,55	-0,50	-0,50	-0,50	-0,45
SWAP 5y	-0,45	-0,45	-0,40	-0,40	-0,40	-0,25
SWAP 10y	-0,23	-0,20	-0,15	-0,10	-0,05	0,00
SWAP 30y	0,03	0,05	0,10	0,15	0,15	0,20
SWAP 5y - 2y	0,08	0,10	0,10	0,10	0,10	0,20
SWAP 10y - 5y	0,22	0,25	0,25	0,30	0,35	0,25
SWAP 30y - 10y	0,26	0,25	0,25	0,25	0,20	0,20

STATSRENTER

 USA	Spot	Q1-21	Q2-21	Q3-21	Q4-21	Q4-22
Leading	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Libor 3m	0,22	0,20	0,20	0,20	0,20	0,30
STAT 2y	0,13	0,20	0,25	0,25	0,30	0,40
STAT 5y	0,48	0,55	0,60	0,65	0,70	1,10
STAT 10y	1,11	1,15	1,20	1,25	1,30	1,60
STAT 30y	1,86	1,90	1,95	2,00	2,10	2,40
STAT 5y - 2y	0,35	0,35	0,35	0,40	0,40	0,70
STAT 10y - 5y	0,63	0,60	0,60	0,60	0,60	0,50
STAT 30y - 10y	0,76	0,75	0,75	0,75	0,80	0,80

Kilde: Bloomberg & 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 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.