

Risikoen på opsiden i de lange renter

ECB og Fed signalerer, at pengepolitikken fastholdes, hvilket kan dæmpe stigningerne i de lange renter. Risikoen er dog på opsiden i de lange renter i takt med vaccineudrulninger og genåbninger af økonomierne. Især kan Fed komme under pres, når nøgletal i USA viser et kraftigt vækstcomeback.

- Afventende centralbanker trods højere vækst og inflation
- Fed holder fast trods udsigter til økonomisk vækstraket
- Højere renter i euroområdet på trods af større ECB-opkøb
- Nationalbanken nedsætter ikke renten
- Dansk realkredit presset af stigende varighed

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

Se venligst de sidste sider for forklaring.

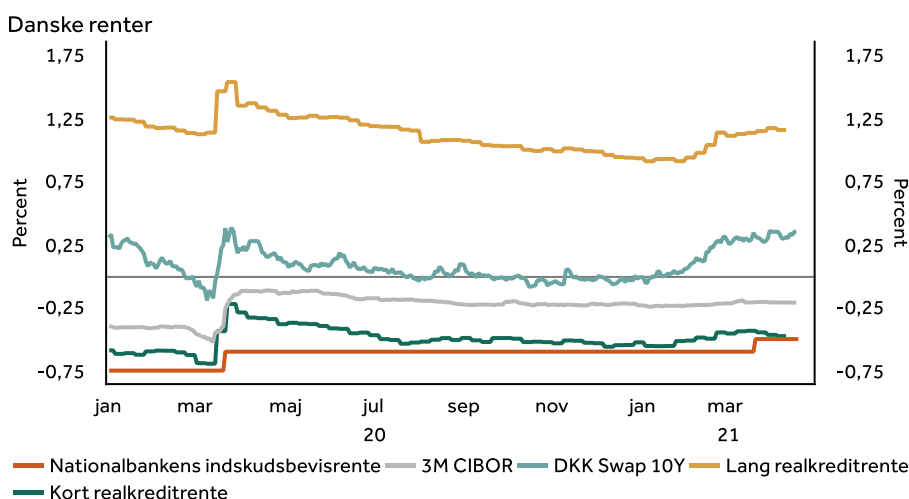
Afventende centralbanker trods højere vækst og inflation

Lange renter i Europa er steget moderat siden renteprognosen i slutningen af marts til tæt på de højeste niveauer under coronapandemien. Globale aktieindeks er (tæt) på rekordhøje niveauer, amerikanske statsrenter er faldet moderat, mens lange swaprenter i USD er faldet næsten 10 bp. Markederne har i de seneste uger været præget af, at Fed og ECB fortsat signalerer, at pengepolitikken fastholdes, og at der allerede er indpriset meget vækstooptimisme.

Vi venter fortsat, at Fed køber obligationer for 120 mia. om måneden, indtil nedtrapningen af opkøbene starter i december, og renten forhøjes i 2. kvartal 2023. Dette er med til at holde korte USD-renter lave, mens lange USD-renter stiger mere end indpriset, da vi venter betydeligt stigende BNP-vækst i USA.

ECB har øget opkøbene i de seneste uger, og vi venter, at dette tempo fortsætter her i 2. kvartal, som ECB har signaleret. Vi venter derfor ingen ændringer ved ECB-mødet på torsdag den 22. april, men ECB's rentemøde den 10. juni bliver mere interessant. Indtil da bør ECB's pengepolitik kunne holde renter og spænd i euroområdet lave. Den lange ende af rentekurverne er dog tæt på de højeste niveauer under coronapandemien, og vi vurderer, at risikoen er på opsiden for de lange renter i euroområdet og i Danmark.

Figur 1: Sidelæns rentebevægelse i Danmark i de seneste uger



Kilde: Macrobond og 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 investorinformation:
Se materialets sidste sider.

Nationalbanken intervenserede for 17 mia. kr. i marts for at svække kronen over for euroen. EURDKK er dog steget fra (de formodede) interventionsniveauer, men intet kan udelukkes. Vi venter stadig, at eventuelle interventioner vil være tilstrækkelige, så Nationalbanken kan fastholde renterne.

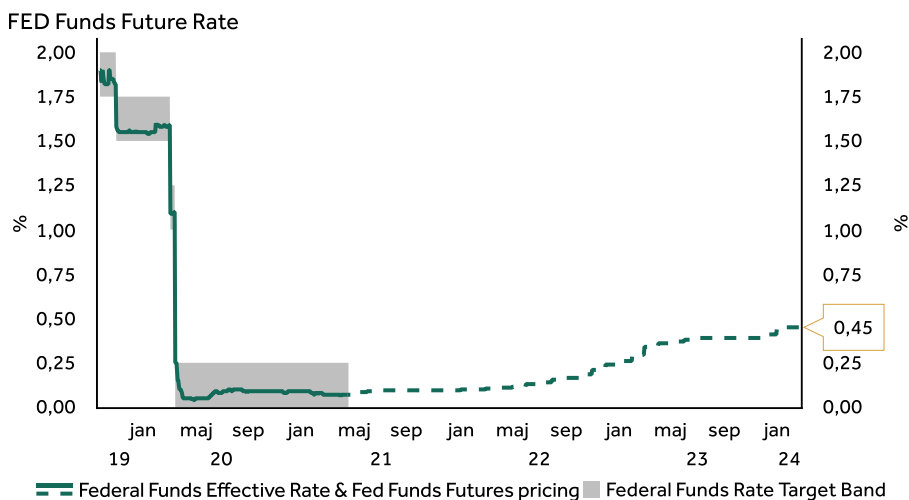
Fed holder fast trods udsigter til økonomisk vækstraket

USD-renterne er faldet moderat i de seneste uger, selvom amerikanske aktieindeks er steget til rekordhøje niveauer. Dette skyldes, at flere obligationsinvestorer vurderer, at der allerede er indpriset meget vækstoptimisme.

Desuden har Fed-medlemmer med Fed-chef Powell i spidsen gentaget, at Feds pengepolitik forbliver uændret indtil videre på trods af stigende vækst og inflation i USA, da Fed stadig ser risici ved coronapandemien. I de seneste uger er der bl.a. opstået usikkerhed om anvendelsen af flere vacciner, hvilket risikerer at forlænge nedlukningerne af økonomierne. Powell udtalte i sidste uge, at Fed fastholder pengepolitikken, indtil arbejdsmarkedet er tilbage på niveauerne før pandemien, samt at inflationen og inflationsforventninger er vedvarende over 2%.

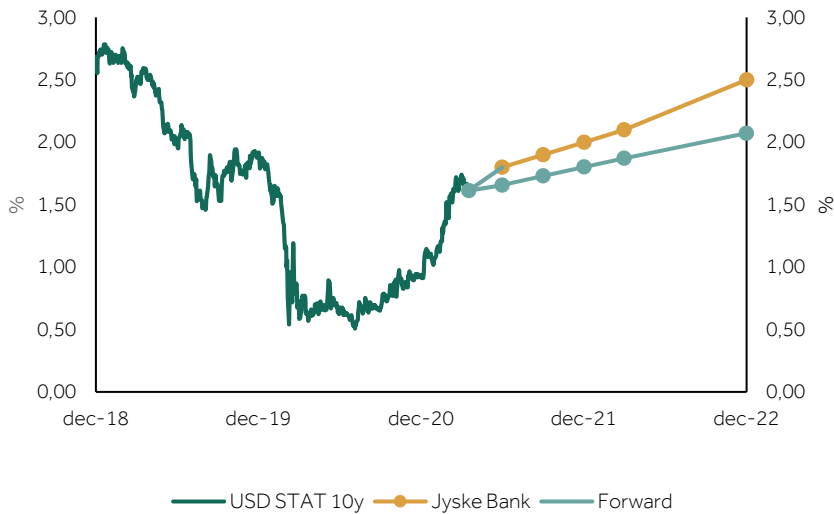
Markederne indpriser, at Fed hæver renten i starten af 2023, hvilket er lidt tidligere end vores forventninger: Vi venter, at Fed fastholder opkøbene på 120 mia. USD om måneden indtil december, hvor aftrapningen af opkøbe starter. Fed ventes at hæve renten i 2. kvartal 2023, og to gange mere i 2023.

Figur 2: Markederne indpriser første renteforhøjelse fra Fed i starten af 2023



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Vi ser dog risiko for, at Fed kommer under pres i de kommende måneder, hvor der er udsigter til en vækstraket i økonomien og inflationen kan stige yderligere fra 2,6 % i marts. Vi vurderer derfor, at de lange USD-renter stiger mere end indpriset.

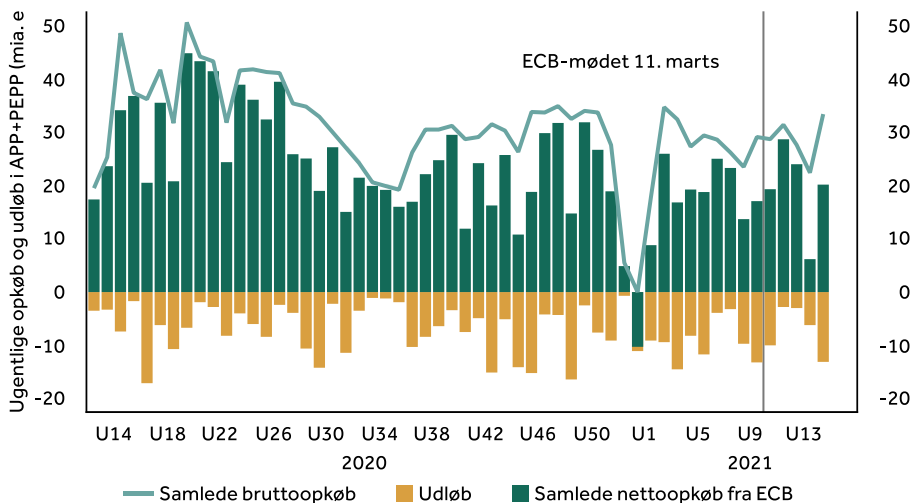
Figur 3: 10-årig amerikansk statsrente ventes at stige mere end indpriset

Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

Højere renter i euroområdet på trods af større ECB-opkøb

Renter i Europa er steget moderat siden renteprognosen i slutningen af marts. Den 10-årige tyske statsrente er tæt på de højeste niveauer under coronapandemien, som i år er steget i forventninger om stigende vækst og inflation.

Vi venter ingen nye tiltag ved ECB-mødet på torsdag den 22. april, efter ECB's løfte i marts om at øge opkøbene betydeligt i 2. kvartal. ECB's opkøb er med til at holde renter og spænd lave inden for euroområdet, hvor ECB har købt mere i de seneste uger end i starten af året.

Figur 4: ECB's samlede opkøb af obligationer er øget igen

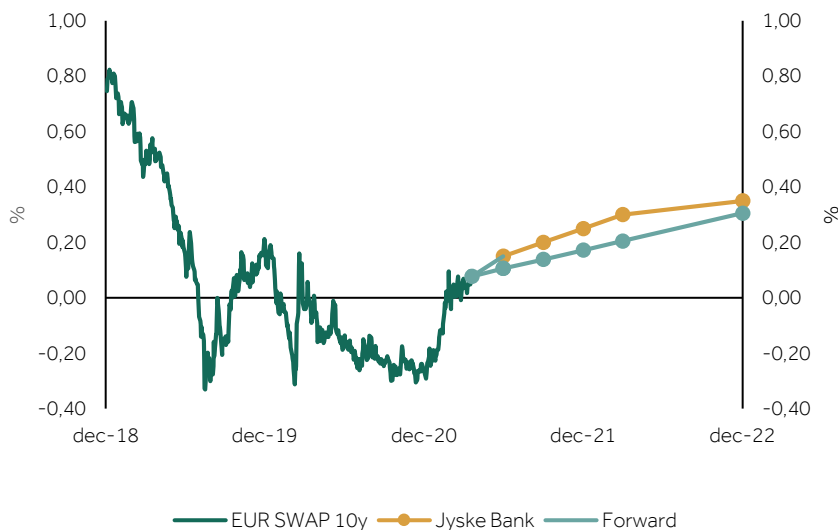
Kilde: Macrobond og Jyske Bank

ECB-mødet den 10. juni bliver derfor vigtigere, hvor ECB kommer med nye vækst- og inflationsprognoser og igen skal vurdere tempoet i opkøbene. Vi venter, at ECB fortsætter opkøbene i et uændret tempo. Dog vil ECB være mindre eksplicit i kommunikationen om opkøbene, og i stedet fokusere på den store fleksibilitet i pandemiopkøbsprogrammet.

Vores prognose er stadig, at pandemiopkøbene stopper i marts 2022, mens det normale opkøbsprogram (APP på 20 mia. pr. måned) fortsætter. ECB vil formentlig endda øge APP-opkøbene i en periode for at sikre en fornuftig overgang, når pandemiopkøbene slutter. Det skyldes ikke mindst vores forventning om, at kerneinflationen i både 2022 og 2023 vil forblive klart under ECB's målsætning, som formentlig også bliver afspejlet i ECB's juni-prognoser. Vækstbilledet er på den korte bane presset af de mange coronarestriktioner, men det ændrer ikke på, at der er udsigt til et solidt økonomisk comeback i takt med, at genåbningen og vaccineudrulningen for alvor vinder fart.

ECB's opkøb og likviditetstilføjelser ventes at øge overskudslikviditeten i EUR, som fastholder pengemarkedsrenterne lave. Vi vurderer derimod fortsat, at lange renter stiger i de kommende måneder, og mere end indpriset. Renter kommer dog ikke til at stige så meget som i USD.

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



Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

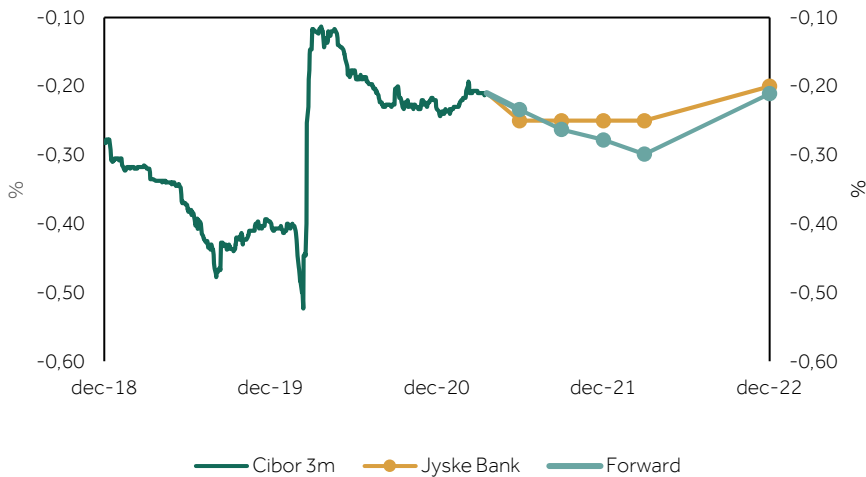
Nationalbanken nedsætter ikke renten

Danske stats- og swaprenter er steget moderat siden renteprognozen i slutningen af marts. DKK-EUR-spænd er udvidet marginalt, hvilket bl.a. skyldes relativt stram kronelikviditet, og stigende varighed i det konverterbare obligationsmarked.

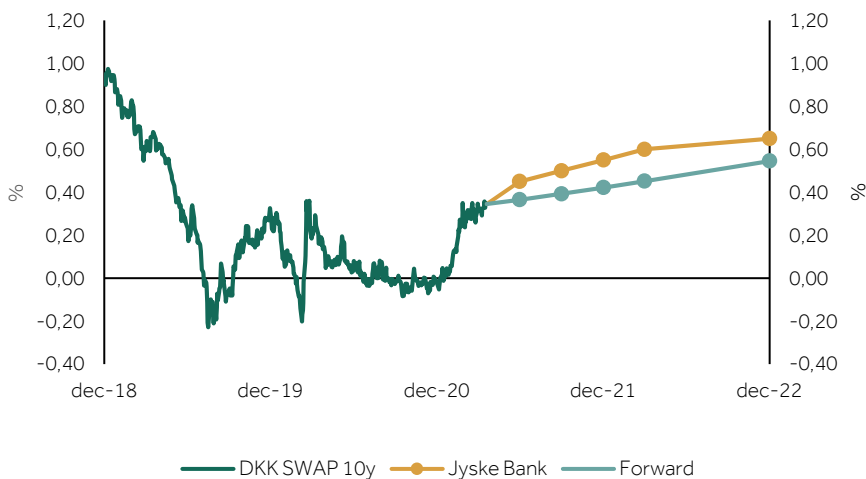
Nationalbanken interвенerede for 17 mia. kr. i marts, hvilket er højeste køb af valuta siden juni 2016 for at svække kronen over for euroen. EURDKK er dog steget lidt fra interventionsniveauerne i marts.

Yderligere interventioner og en eventuel rentenedsættelse fra Nationalbanken kan dog ikke udelukkes. Vi vurderer, at interventioner fra Nationalbanken vil være tilstrækkelige, så Nationalbanken fastholder renten. Læs mere i [Jyske om Danmark](#).

Markederne indpriser, at pengemarkedsfixinger i DKK falder lidt for meget, da vi kun venter moderate fald. Vi venter relativt stabile DKK-EUR-rentespænd, så renter i den lange ende af rentekurverne i DKK stiger lidt mere end indpriset.

Figur 6: 3M Cibur kan falde lidt mere

Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

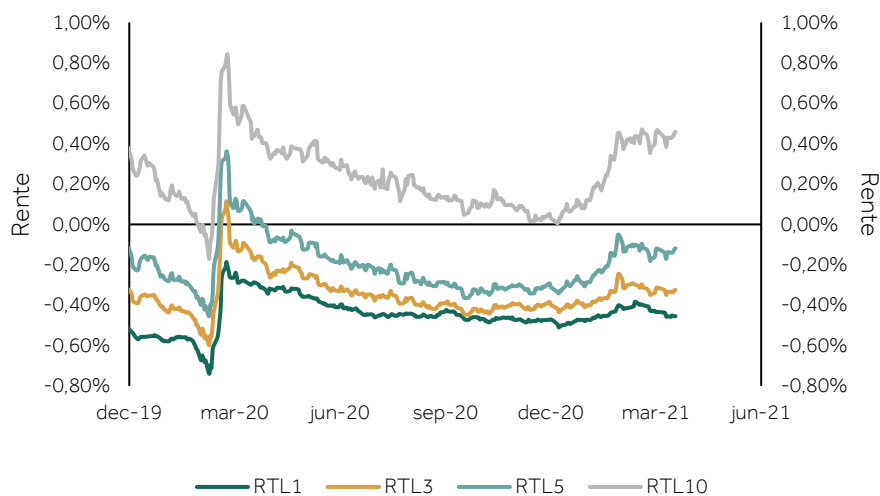
Figur 7: 10-årig swaprente i DKK ventes at stige mere end indpriset

Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

Dansk realkredit presset af stigende varighed

Danske realkreditobligationer har været under pres i de seneste uger, hvor renter er steget til tæt på de højeste niveauer siden Nationalbankens renteforhøjelse i marts sidste år. Rentestigningerne skyldes generelt stigende renter, og specifikt stigende varighed i det konverterbare segment. I det 30-årige konverterbare segment er 1,5 %'erne åbnet for udstedelser.

Den korte ende ventes relativt stabil i de kommende uger, hvor en rentenedsættelse fra Nationalbanken ikke kan udelukkes, som vi dog ikke venter. Desuden er danske obligationer blevet mere interessante for udenlandske investorer, hvis de valutaafdækker. Den lange ende af rentekurverne ventes moderat højere i takt med globalt stigende renter.

Figur 8: Renter på danske rentetilpasningsobligationer er steget i år


Kilde: Jyske Bank


Tabel 1: Jyske Bank Boligrenteprognose

Rente, %	I dag	Pr. 1. juli
RTL1	0,21	0,20
RTL3	-0,28	-0,30
RTL5	-0,09	-0,05
RTL10	0,43	0,50
Kurs på 30-årig fast rente (1,5 % 2053) med afdrag	99,79	99,41


Kilde: Jyske Bank

Tabel 2: Jyske Bank Renteprognose

STATSRENTER

 Danmark	Spot	Q2-21	Q3-21	Q4-21	Q1-22	Q4-22
Leading	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Cibor 3m	-0,21	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,20
Cibor 6m	-0,10	-0,10	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15
STAT 2y	-0,50	-0,55	-0,55	-0,50	-0,50	-0,50
STAT 5y	-0,44	-0,40	-0,35	-0,30	-0,25	-0,20
STAT 10y	0,03	0,10	0,15	0,20	0,25	0,30
STAT 30y	0,45	0,50	0,55	0,55	0,55	0,65
STAT 5y - 2y	0,06	0,15	0,20	0,20	0,25	0,30
STAT 10y - 5y	0,46	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
STAT 30y - 10y	0,43	0,40	0,40	0,35	0,30	0,35


SWAPRENTER

 Danmark	Spot	Q2-21	Q3-21	Q4-21	Q1-22	Q4-22
Cibor 3m	-0,21	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,20
Cibor 6m	-0,10	-0,10	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15
SWAP 2y	-0,14	-0,15	-0,15	-0,10	-0,10	-0,10
SWAP 5y	-0,01	0,00	0,05	0,10	0,15	0,20
SWAP 10y	0,35	0,45	0,50	0,55	0,60	0,65
SWAP 30y	0,69	0,75	0,80	0,80	0,80	0,90
SWAP 5y - 2y	0,14	0,15	0,20	0,20	0,25	0,30
SWAP 10y - 5y	0,35	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45
SWAP 30y - 10y	0,34	0,30	0,30	0,25	0,20	0,25


STATSRENTER

 EUROLAND	Spot	Q2-21	Q3-21	Q4-21	Q1-22	Q4-22
Leading	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Euribor 3m	-0,54	-0,55	-0,55	-0,55	-0,55	-0,50
Euribor 6m	-0,51	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,45
STAT 2y	-0,69	-0,70	-0,70	-0,70	-0,70	-0,70
STAT 5y	-0,61	-0,60	-0,55	-0,55	-0,50	-0,45
STAT 10y	-0,27	-0,20	-0,15	-0,10	-0,05	0,00
STAT 30y	0,29	0,35	0,40	0,40	0,40	0,50
STAT 5y - 2y	0,08	0,10	0,15	0,15	0,20	0,25
STAT 10y - 5y	0,34	0,40	0,40	0,45	0,45	0,45
STAT 30y - 10y	0,55	0,55	0,55	0,50	0,45	0,50

SWAPRENTER

 EUROLAND	Spot	Q2-21	Q3-21	Q4-21	Q1-22	Q4-22
Euribor 3m	-0,54	-0,55	-0,55	-0,55	-0,55	-0,50
Euribor 6m	-0,51	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,45
SWAP 2y	-0,49	-0,50	-0,50	-0,45	-0,45	-0,40
SWAP 5y	-0,31	-0,30	-0,25	-0,20	-0,15	-0,10
SWAP 10y	0,07	0,15	0,20	0,25	0,30	0,35
SWAP 30y	0,48	0,55	0,60	0,60	0,60	0,70
SWAP 5y - 2y	0,19	0,20	0,25	0,25	0,30	0,30
SWAP 10y - 5y	0,38	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45
SWAP 30y - 10y	0,41	0,40	0,40	0,35	0,30	0,35

STATSRENTER

 USA	Spot	Q2-21	Q3-21	Q4-21	Q1-22	Q4-22
Leading	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Libor 3m	0,19	0,20	0,20	0,20	0,20	0,50
STAT 2y	0,16	0,20	0,25	0,30	0,35	0,80
STAT 5y	0,81	1,00	1,10	1,20	1,30	1,80
STAT 10y	1,56	1,80	1,90	2,00	2,10	2,50
STAT 30y	2,25	2,50	2,60	2,65	2,70	3,00
STAT 5y - 2y	0,65	0,80	0,85	0,90	0,95	1,00
STAT 10y - 5y	0,75	0,80	0,80	0,80	0,80	0,70
STAT 30y - 10y	0,69	0,70	0,70	0,65	0,60	0,50

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 scenarionalyse 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 scenarionalyse 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.