


# Renter er faldet for meget

- Renter i Europa er faldet til rekordlave niveauer, og USD-renter er lavest siden 2017 pga. handelsstridigheder og lavere inflation
- Markederne priser rentenedsættelser fra Fed i år, hvilket er for tidligt
- Vi venter en mindre rentestigning hen over sommeren, hvorefter renter igen ventes at falde, når Fed nedsætter renten i 2020

Risikomærkning		X
Kompleks		X
Ikke-kompleks		

Se venligst de sidste sider for forklaring.

## Renter er faldet for meget - sommerrentestigninger på vej

Renter er faldet betydeligt på begge sider af Atlanten, efter handelskrigen mellem USA og handelspartnere som Kina, Mexico og Indien er eskaleret i maj. Siden seneste renteprognose er lange renter i Europa faldet mest (omkring 30 bp), og den 10-årige tyske statsrente faldt til et nyt rekordlavt niveau i -0,262 %, efter den amerikanske jobrapport for maj var betydeligt svagere end ventet. USD-renter er faldet endnu mere end i Europa med de største fald i de korte renter.

Markederne indpriser rentenedsættelser fra Fed i juli og oktober i år samt i marts og én gang mere næste år, dvs. i alt 100 bp i 2019 og 2020. Dette skyldes handelskrigen, lavere aktieindeks i USA og at flere Fed-medlemmer (også Fed-chef Powell) har nævnt muligheden for en rentenedsættelse. Vi venter stadig, at Fed nedsætter renten med i alt 100 bp i 2020, så vi er uenige i timingen af den første rentenedsættelse i forhold til markederne. Derfor venter vi stigende renter hen over sommeren, indtil renterne igen falder i 2020 pga. recession i USA.

Vi ser størst potentiale for rentestigninger i USA end i Europa, da 1) der er indgået en handelsløsning mellem USA og Mexico, og 2) inflationsswaps i EUR er faldet betydeligt, hvor 5Y5Y EUR inflation er faldet til rekordlave 1,24 %. Dette bekymrer ECB, hvilket holder døren åben for nye ECB-lempelser. Det vil også være med til at holde et låg på renter i Danmark, som presses ned af manglen på varighed.

Figur 1:  
10-årig tysk statsrente og EUR 5Y5Y Inflation swap er rekordlave



Kilde: Thomson Reuters 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,  
Asger Normann Kristiansen  
+45 89 89 71 68  
asger.normann.kristiansen@jyskebank.dk

**Vigtig investorinformation:**  
Se materialets sidste sider.

## Markederne priser for tidlig rentenedsættelse fra Fed

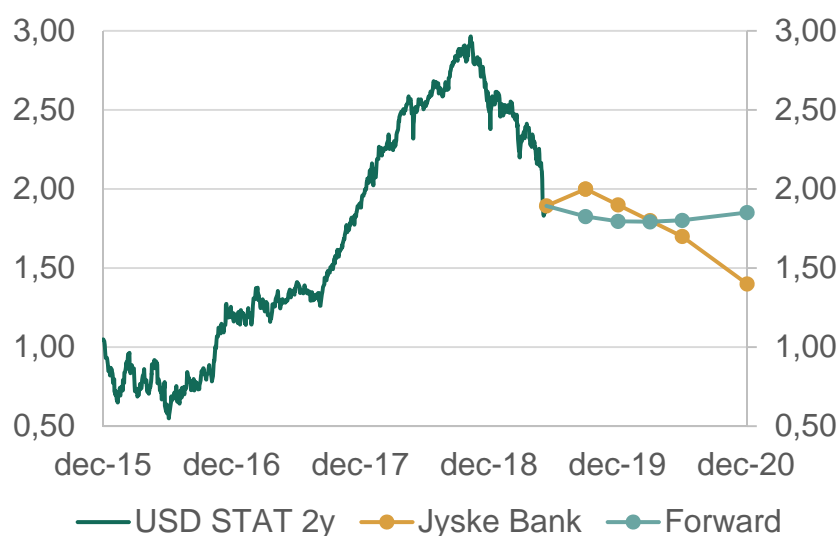
USD-renter er faldet 28-43 bp, og USD-rentekurver er stejlet siden seneste renteprognose i maj, efter handelskrigen mellem USA og handelspartnere som Kina, Mexico og Indien er eskaleret. Det har presset amerikanske aktieindeks lavere, og flere Fed-medlemmer (også Fed-chef Powell) har nævnt muligheden for en rentenedsættelse. Renter steg, efter USA og Mexico indgik en handelsaftale i fredags, men alligevel indpriser rentenedsættelser fra Fed i juli og oktober i år samt i marts og én gang mere næste år, dvs. i alt 100 bp i 2019 og 2020. Vi venter stadig, at Fed nedsætter renten med i alt 100 bp i 2020, så vi er uenige i timingen af den første rentenedsættelse i forhold til markederne. Derfor venter vi stigende renter hen over sommeren, indtil renterne igen falder i 2020 pga. recession i USA.

Jobrapporten var betydeligt svagere end ventet i maj, men vi vurderer, at jobvæksten styrkes over de næste måneder. Derfor fastholder vi, at økonomien fortsat vil være stabil i de kommende måneder. Fed vil dog være påvirket af udviklingen i inflationen, afmatning i global vækst eller yderligere fald i risikoappetitten på de finansielle markeder.

Derfor er der stor fokus på Feds rentemøde den 19. juni med Fed-chef Powells kommentarer og nye dot plot (rentebane). Desuden er der fokus på G20-mødet den 28-29. juni, og om præsident Trump i den forbindelse hæver importtolden på yderligere 300 mia. USD fra Kina. Dette er en reel mulighed, da Trump fik presset Mexico til at indgå en handelsaftale pga. toldtrusler.

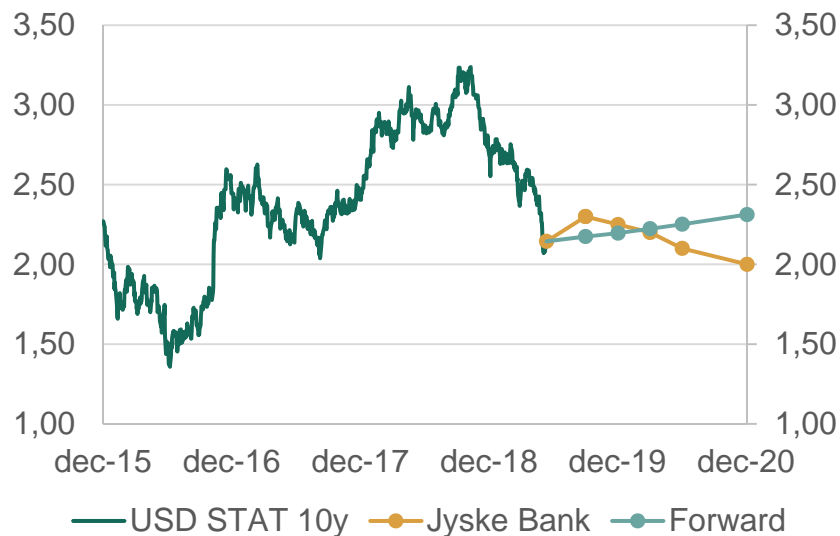
Vi venter, at USD-renter vil stige hen over sommeren, indtil markederne i løbet af 2. halvår vil indprise en snarlig recession i USA. Dermed venter vi rentefald igen i 2020.

Figur 2:  
2-årig statsrente i USA ventes at stige på kort sigt og falde i 2020



Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

Figur 3:  
10-årig statsrente i USA ventes at stige på kort sigt og falde i 2020



Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

### ECB holder døren åben for nye lempelser

Renter i Europa er faldet næsten 30 bp, efter handelskrigen mellem USA og handelspartnere som Kina, Mexico og Indien er eskaleret i maj. Lange renter i Europa er faldet mest, og den 10-årige tyske statsrente faldt til et nyt rekordlavt niveau i -0,262 %, efter den amerikanske jobrapport for maj var betydeligt svagere end ventet.

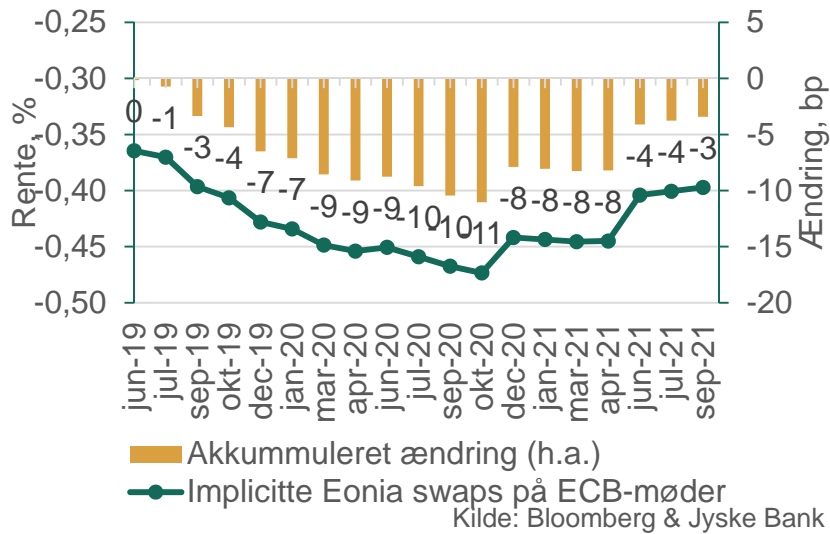
Ved ECB-mødet i juni forlængede ECB forward guidance, så renten holdes uændret mindst indtil udgangen af 1. halvår 2020. Forlængelsen skyldes lavere global vækst og de eskalerende handelsspændinger. Desuden angav ECB vilkår for de kommende 2-årige likviditetsoperationer, som ikke var helt så favorable som tidligere. Læs mere om ECB [her](#).

ECB's inflationsskøn for 2019-2021 er dog fortsat under målet på 2 %, og inflationsswaps i EUR er faldet betydeligt. Fx er 5Y5Y EUR inflation faldet til rekordlave 1,24 %, hvilket bekymrer ECB. Dermed holdes døren åben for nye pengepolitiske lempelser, hvor markederne indpriser 10-11 bp rentenedsættelser i løbet af 2020. Desuden kan ECB genoptage obligationskøbene, hvis situationen forværres.

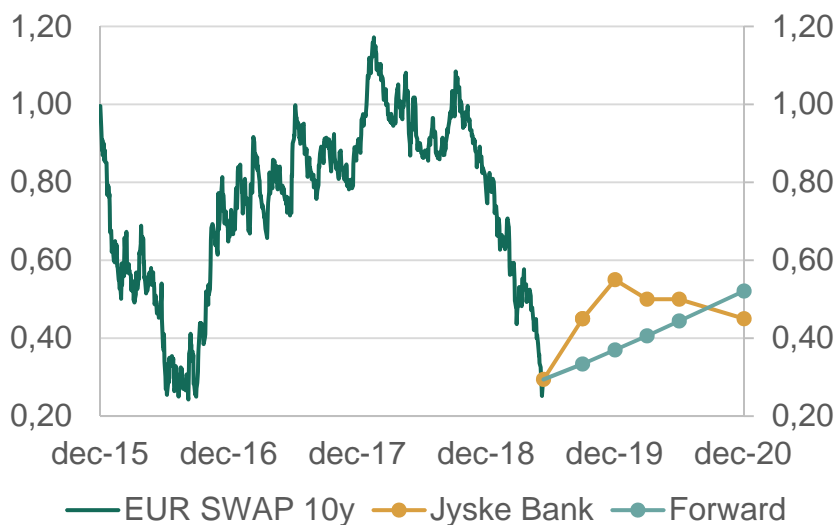
Vi venter, at ECB fastholder renten i år og næste år, hvorved markederne priser for lave renter i den korte ende af EUR-kurverne. Inflationen er dog på vej ned og kan derfor forklare, at markederne indpriser endnu en rentenedsættelse fra ECB. Den korte ende af rentekurverne kan også blive påvirket af, at der snart skal udnævnes en ny ECB-præsident, da Draghi stopper ved udgangen af oktober. Navnet på den nye ECB-præsident vil dog afhænge af det store navnespil til flere toposter i EU, der skal fastlægges over de kommende uger.

Samlet venter vi, at renter i EUR vil stige hen over sommeren, da renter er priset for lave, og ECB ikke ventes at nedsætte renten. Vi venter dog, at rentestigningerne vil være midlertidige, og at renter vil falde igen i løbet af 2020 pga. ECB's villighed til at presse inflationen højere og pga. recession i USA.

Figur 4:  
Markederne priser rentenedsættelse på 10-11 bp fra ECB i 2020



Figur 5:  
10-årig EUR swaprente ventes at stige i år og falde næste år



### Danske renter ventes at stige fra rekordlave niveauer

Danske renter er også faldet betydeligt siden renteprognozen i maj, da investorer har søgt efter varighed i porteføljerne. De lange renter er faldet mest.

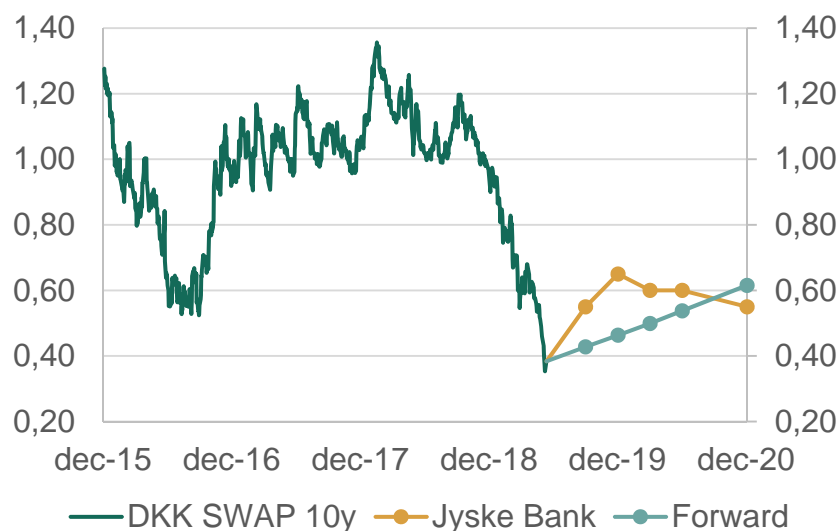
Den fornyede usikkerhed om Italiens statsbudget har også givet øget efterspørgsel efter sikre obligationer som de danske, hvor renter er på rekordlave niveauer for stort set alle løbetider (bortset fra ultra kort og ultra lang ende). Vi venter, at budgetsituationen for Italien vil forblive en faktor, der kommer til at bekymre markederne i de kommende måneder, da der er lagt op til en ny budgetkonflikt i løbet af efteråret mellem Italien og EU. Vores hovedscenario er, at situationen – ligesom sidste år – vil presse italienske statsrenter op og spænd

mod Tyskland udvides, som igen vil virke disciplinerede for de italienske politikere. Et nyvalg i Italien kan bestemt heller ikke udelukkes, hvilket kan give anledning til valgløfter med risiko for endnu større budgetoverskridelser.

På den hjemlige front er EUR/DKK presset op omkring 7,4690, som er over de niveauer, hvor Nationalbanken tidligere har inter文eneret. EUR/DKK er bl.a. presset op af, at Danske Bank i en periode solgte danske kroner for 4,5 mia. USD i forbindelse med afdækning (og køb af EUR, SEK og NOK). Dette kan betragtes som midlertidigt. Desuden er EUR/DKK presset op af fortsat høj overskudslikviditet i DKK, der ventes at stige i de næste par måneder, ligesom DKK-EUR rentespænd er indsnævret. Ændringer i pensionskassernes valutaafdækning er også oplagt til at forklare den svagere krone. Vi venter dog, at kronesvækkelsen er midlertidig, da kronen ventes at blive styrket pga. økonomisk afmatning i løbet af 2020. Dermed venter vi heller ikke, at Nationalbanken vil hæve renten ensidigt. Læs mere her.

Markederne indpriser, at ECB nedsætter renten med 10–11 bp inden for et år, mens vi venter uændret ECB-rente i 2019 og 2020. Danske pengemarkedsrenter prises til at falde yderligere i det næste år (5 bp lavere) pga. fortsat høj overskudslikviditet, mens vi venter uændret rente i mindst 1½ år. Vi vurderer derfor, at danske renter vil stige hen over sommeren med de største stigninger i den lange ende af rentekurverne.

Figur 6:  
10-årig swaprente i DKK ventes at stige i år og falde i 2020



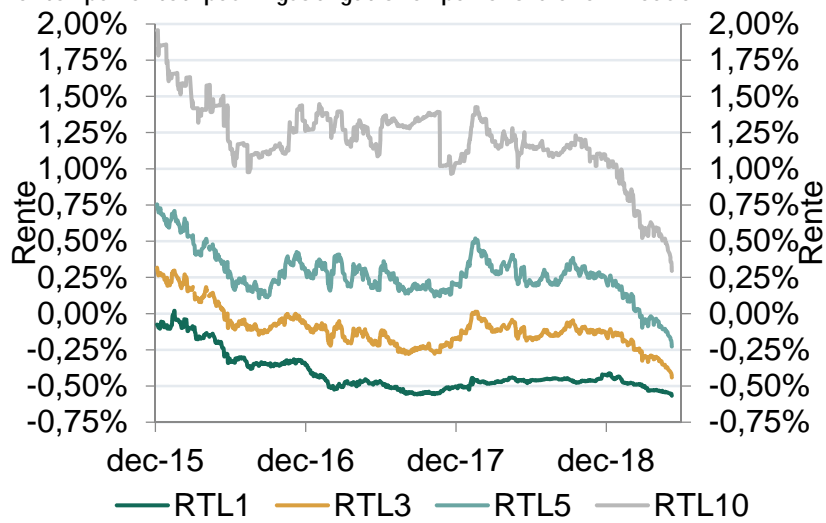
Kilde: Bloomberg & Jyske Bank

## Danske boligrenter på rekordlave niveauer

Danske boligrenter er faldet til rekordlave niveauer i takt med lavere renter på globalt plan. Desuden er rentefaldet i Danmark påvirket af varighedsfaldet i danske obligationsporteføljer, som har fået investorer til at søge mod længere løbetider og konverterbare obligationer med lavere kupon. Dette har medført, at de åbne 30-årige konverterbare obligationer har kupon på 1 %, mens den 20-årige åbne obligation er med kupon på ½ %.

Figur 7:

Renter på rentetilpasningsobligationer på rekordlave niveauer



Kilde: Jyske Bank


Vi venter, at danske boligrenter vil stige hen over sommeren i takt med globalt stigende renter. Rentestigningerne ventes dog at være begrænsede, da investorer fortsat har behov for varighed.

#### Jyske Bank Boligrenteprognose


Rente, %	I dag	Pr. 1. okt	Pr. 1. jan
RTL1	-0,01	0,00	0,00
RTL3	-0,40	-0,35	-0,35
RTL5	-0,22	-0,10	0,00
RTL10	0,33	0,50	0,60
Kurs på 30-årig fast rente (1 %) med afdrag	98,23	96,84	96,10

**Jyske Bank renteprognose**


**STATSRENTER**

 Danmark	Spot	Q3-19	Q4-19	Q1-20	Q2-20	Q4-20
Leading	-0,65	-0,65	-0,65	-0,65	-0,65	-0,65
Cibor 3m	-0,35	-0,35	-0,35	-0,35	-0,35	-0,35
Cibor 6m	-0,19	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20
STAT 2y	-0,67	-0,65	-0,65	-0,65	-0,65	-0,65
STAT 5y	-0,61	-0,50	-0,45	-0,45	-0,45	-0,50
STAT 10y	-0,17	0,00	0,10	0,05	0,05	0,00
STAT 30y	0,16	0,25	0,30	0,25	0,25	0,20
STAT 5y - 2y	0,06	0,15	0,20	0,20	0,20	0,15
STAT 10y - 5y	0,44	0,50	0,55	0,50	0,50	0,50
STAT 30y - 10y	0,33	0,25	0,20	0,20	0,20	0,20


**SWAPRENTER**

 Danmark	Spot	Q3-19	Q4-19	Q1-20	Q2-20	Q4-20
Cibor 3m	-0,35	-0,35	-0,35	-0,35	-0,35	-0,35
Cibor 6m	-0,19	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20
SWAP 2y	-0,23	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20
SWAP 5y	-0,05	0,05	0,15	0,15	0,15	0,10
SWAP 10y	0,39	0,55	0,65	0,60	0,60	0,55
SWAP 30y	0,94	1,05	1,10	1,05	1,05	1,00
SWAP 5y - 2y	0,18	0,25	0,35	0,35	0,35	0,30
SWAP 10y - 5y	0,44	0,50	0,50	0,45	0,45	0,45
SWAP 30y - 10y	0,55	0,50	0,45	0,45	0,45	0,45


**STATSRENTER**

 EUROLAND	Spot	Q3-19	Q4-19	Q1-20	Q2-20	Q4-20
Leading	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40
Euribor 3m	-0,32	-0,30	-0,30	-0,30	-0,30	-0,30
Euribor 6m	-0,26	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25
STAT 2y	-0,67	-0,60	-0,60	-0,60	-0,60	-0,60
STAT 5y	-0,59	-0,50	-0,40	-0,40	-0,40	-0,45
STAT 10y	-0,22	-0,05	0,05	0,00	0,00	-0,05
STAT 30y	0,39	0,50	0,60	0,60	0,60	0,55
STAT 5y - 2y	0,08	0,10	0,20	0,20	0,20	0,15
STAT 10y - 5y	0,37	0,45	0,45	0,40	0,40	0,40
STAT 30y - 10y	0,62	0,55	0,55	0,60	0,60	0,60

**SWAPRENTER**

 EUROLAND	Spot	Q3-19	Q4-19	Q1-20	Q2-20	Q4-20
Euribor 3m	-0,32	-0,30	-0,30	-0,30	-0,30	-0,30
Euribor 6m	-0,26	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25
SWAP 2y	-0,30	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25
SWAP 5y	-0,14	-0,05	0,05	0,05	0,05	0,00
SWAP 10y	0,29	0,45	0,55	0,50	0,50	0,45
SWAP 30y	0,87	0,95	1,00	0,95	0,95	0,90
SWAP 5y - 2y	0,16	0,20	0,30	0,30	0,30	0,25
SWAP 10y - 5y	0,44	0,50	0,50	0,45	0,45	0,45
SWAP 30y - 10y	0,57	0,50	0,45	0,45	0,45	0,45

**STATSRENTER**

 USA	Spot	Q3-19	Q4-19	Q1-20	Q2-20	Q4-20
Leading	2,50	2,50	2,50	2,25	2,00	1,50
Libor 3m	2,45	2,50	2,50	2,40	2,20	1,80
STAT 2y	1,89	2,00	1,90	1,80	1,70	1,40
STAT 5y	1,91	2,10	2,05	1,95	1,80	1,60
STAT 10y	2,14	2,30	2,25	2,20	2,10	2,00
STAT 30y	2,63	2,75	2,70	2,65	2,60	2,55
STAT 5y - 2y	0,01	0,10	0,15	0,15	0,10	0,20
STAT 10y - 5y	0,24	0,20	0,20	0,25	0,30	0,40
STAT 30y - 10y	0,48	0,45	0,45	0,45	0,50	0,55

## 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.

Denne analyse er en investeringsanalyse.

### 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.

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**

- Simpel 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 BRF's hjemmeside [www.brf.dk/erhverv/kurser](http://www.brf.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.