

# Renteudsigt – Coronavirus (marts)

- Usikkerhed og uvished råder indtil videre
- Korte renter i bund – fokus på de lange renter
- Nationalbanken gik mod strømmen

## Usikkerhed og uvished råder ind til videre

Denne udgave af Renteudsigt er lidt anderledes i denne corona-krise prægede tid. Vi vil således mere forsøge at beskrive de mekanismer, der er i spil for tiden på rentemarkederne, fremfor at forsøge at komme med punktestimater for, hvor vi vurderer, at renterne vil befinde sig om eksempelvis et års tid.

Der er nok ingen tvivl om, at den kommende tid fortsat vil være præget af fokus på krise-formildende tiltag, og i den sammenhæng en konstant vurdering af selve udbredelsen af "Covid-19"-virus smitten samt de medfølgende inddæmningstiltag sat over for bedømmelsen af de negative økonomiske chok-effekter. Afvejningen er imidlertid utrolig svær at bedømme på nuværende tidspunkt. Det er netop det faktum, som har sat gang i store stress-bevægelser på finansmarkederne (se figur), hvor især det seneste pres opad på statsrenterne samt pres udad på kreditspænd har været i fokus, herunder især i Europa. De seneste to uger har således budt på markante tiltag fra politikere og centralbanker i form af pengepolitiske lempelser og ikke mindst massive finanspolitiske pakker, som har sat gang i bekymringerne om hastigt voksende statslige finansieringsbehov. Styringsrenterne er efterhånden sat i bund de fleste steder, og centralbankerne har sendt signaler om, at man vil gøre "hvad der skal til" for at tøjle finansmarkederne, og tidligere spille-regler er flere steder sat ud af spil.

Det er på nuværende tidspunkt svært at forestille sig, at støttepakkerne fremadrettet vil blive lanceret i helt samme tempo, som vi har set de seneste uger, men der vil utvivlsomt fortsat komme flere skræddersyede tiltag. Hvor lang og hvor dyb den igangværende økonomiske krise bliver, er svært at bedømme, så længe vi ikke har set et knæk i kurven for selve virusudbredelsen (se figur). Men man må konkludere, at lærdommen fra finanskrisen om, at det er bedre at handle tidligt og for meget, i udbredt grad er blevet taget til sig af de økonomisk-politiske beslutningstagere. Så vi nærmer os muligvis nu en periode med lidt mere stilhed og forhåbentlig en lidt mere afventende holdning fra investorernes side.

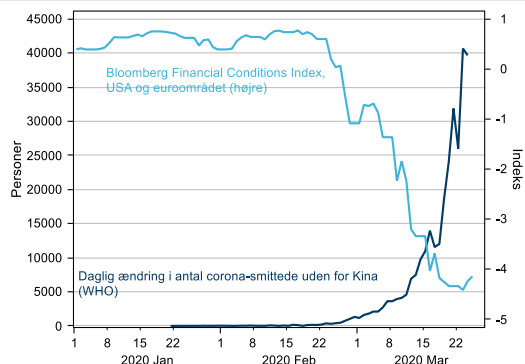
## Korte renter i bund – fokus på de lange renter

Generelt venter vi, at styringsrenterne blandt de dominerende centralbanker (især Fed og ECB) nu er sat så langt ned, som de mener, de kan. Således har de centralbanker, hvor der var råderum i form af positive renter, nu sat dem ned til tæt på 0% (se figur i toppen af næste side). Tiltag herefter ventes således at blive af den mere ukonventionelle slags, hvor vi allerede har set åbning for ubegrænsede aktivopkøb (senest meldt ud fra Fed mandag), samtidig med at reglerne for disse og aktivklassernes sammensætning kan blødes yderligere op om nødvendigt. Derudover er fokus på at holde likviditeten på finansmarkederne intakt samt at sørge for, at de rette rammer er på plads til at regeringernes støtteordninger kan virke,

## Handelsbankens renteforventninger

- Vi forventer, at Federal Reserve har sat renten i bund og fremadrettet vil foretage QE og likviditetsmæssige tiltag i det omfang, som der vurderes, der skal til for at opretholde markedernes funktion.
- ECB's Lagarde har været tydelig i sin udmelding om, at ECB vil gøre, hvad der skal til. Renten ventes der ikke rørt ved, men der kan ske yderligere ændringer i QE samt åbnes for OMT-programmet.
- Nationalbanken vil fortsat inter文venere på valutamarkedet, og selv om det ikke er vores hovedscenarie, kan det ikke udelukkes, at det kan medføre endnu en isoleret renteforhøjelse.

## Finansiell stress stiger med corona-udbredelse



Kilde: Bloomberg, Macrobond

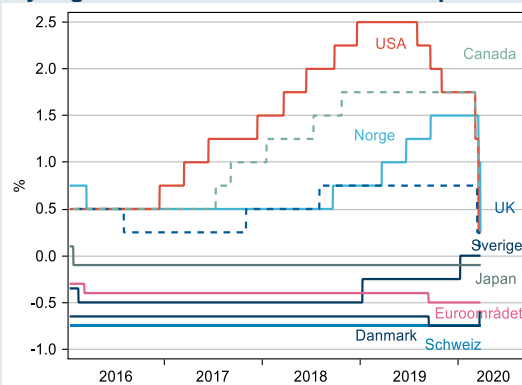
herunder ved hjælp af diverse kreditfaciliteter. Endelig bliver fokus fremover sandsynligvis også på, hvordan centralbankerne kan hjælpe politikerne med at finansiere større finanspolitiske pakker. I sin mest ekstreme form kan dette være i form af såkaldte "helikopterpengene", hvor centralbankerne trykker pengene, som "drysses" udover økonomien (virksomheder og/eller husholdninger). Vi ser allerede en bevægelse i den retning i den netop vedtagne finanspolitiske pakke i USA, hvor et kontantbeløb uddeles direkte til befolkningen.

De globale obligationsrenter styrteddykkede i slutningen af februar og ind i marts, i forbindelse med at investorerne så tiltagende tegn på, at udbredelsen af COVID-19 ville føre til en global økonomisk recession. Udviklingen vendte imidlertid i løbet af marts, hvor de lange statsrenter begyndte at trække opad igen, hvilket i høj grad hang sammen med stigende bekymring om udsigterne til en eksplosion i statsgælden som følge af de virus-relaterede markante udgiftsstigninger. I Europa var det ekstra tydeligt, hvor især de italienske statsrenter trak voldsomt opad og med et markant udvidet rentespænd til de tilsvarende tyske renter. Italiensk økonomi var i forvejen skrøbelig, og oven i det er landet særdeles hårdt ramt af virusudbredelsen. Sidenhen har vi imidlertid set voksende indikationer på, at EU (og ECB?) vil tage forholdsregler, som hjælper til finansiering af italiensk gæld. Selv det tidligere så modvillige Tyskland har nu udtrykt villighed til at se på muligheden for udstedelse af fælleseuropæiske obligationer. Derudover har der været rygter om, at ECB har støttestøttet italienske obligationer. Det ser også ud til, at vi nærmer os en situation, hvor ESM-krisefonden vil blive iværksat, samt at ECB kan initiere OMT-faciliteten (Outright Monetary Transactions), som kan benyttes til at stabilisere skævvridninger i markederne. Det har betydet, at rentespændene er trukket ind igen på det seneste (se figur), særligt for Italiens vedkommende.

Ud over pres på flere landerentespænd har vi også set en generel tendens til pres udad på kreditrentespændene. Det har herhjemme bl.a. været tydeligt i form af en markant udvidelse af realkredit-spændene. Også her ser der imidlertid ud til generelt at være blevet lagt en dæmper på det værste pres, idet flere af centralbankernes tiltag indeholder lempelser i forhold til virksomheders kreditfaciliteter, ligesom centralbankerne i større grad har indlemmet virksomhedsobligationer i deres opkøbsprogrammer. Her har vi indtil videre set, at presset udad på de europæiske kredit-rentespænd er stilnet lidt af de seneste dage (se figur).

Med hensyn til udsigterne for de lange obligationsrenter ser vi således to modsatrettede faktorer, som vil gøre sig gældende fremover. På den ene side er der udsigten til, at vi går en tid i møde med dyb økonomisk recession - og muligvis deflation - kombineret med lave korte renter og søgen efter sikre renteprodukter på finansmarkederne. Det trækker i retning af et nedadgående pres på renterne. På den anden side er kreditpræmierne steget markant, og selv tyske og amerikanske statsrenter kan komme under pres opad. Dog synes der absolut at være en grænse for, hvor meget renterne vil stige yderligere, ikke mindst som følge af centralbankernes stigende fokus på at holde hele rentekurven lav. Vi har allerede set initiativer fra flere centralbanker (ud over Bank of Japan) i retning af at indføre decideret rentekurve-kontrol. Men når det er sagt, så vil vi se et mere permanent skift opad i renteniveauerne, da kreditpræmierne generelt var presset langt ned inden coronakrisen ramte. På trods af at man forsøger at inddæmme fragmenteringen

### Styringsrenter sat i bund hvor der var plads



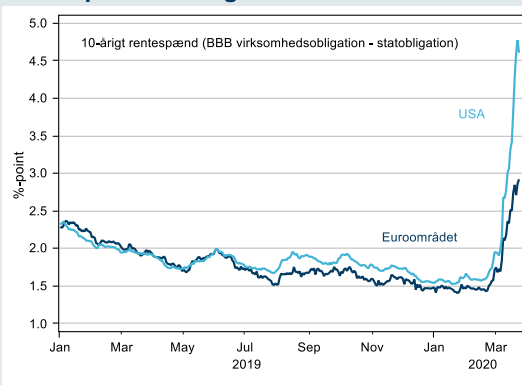
Kilde: Macrobond

### Italiensk rentespænd under midlertidigt pres



Kilde: Macrobond

### Kreditspænd er braget udad



Kilde: Macrobond

af kreditspændene, synes det sandsynligt, at vi vil se et mere permanent pres for udvidelse fremover.

### Danmark: Nationalbanken gik mod strømmen

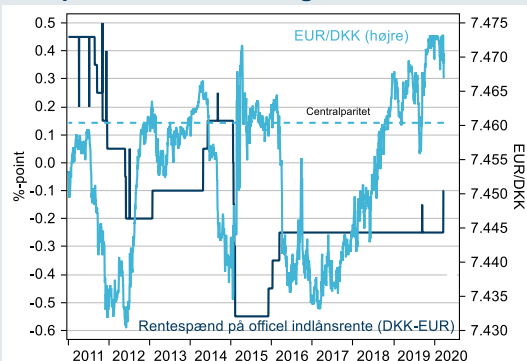
Den 19. marts gik Nationalbanken mod strømmen af rentenedsættelser fra verdens centralbanker og satte renten på indskudsbeviser op med 0,15%-point til -0,60%. Dermed blev forskellen til ECB's tilsvarende indskudsbevisrente indsnævret til -0,1%-point. Vi havde længe regnet med, at en renteforhøjelse kunne blive aktuel som følge af det svækkelsespres, der har været på den danske krone, men havde dog i lyset af tendensen til lempelser på globalt plan sendt den til hjørnespark - i hvert fald for en periode. Renteforhøjelsen skal udelukkende ses som en konsekvens af fastkurspolitikken, og den lille forhøjelse vil formentlig ikke have den helt store realøkonomiske effekt.

Vi vil holde et tæt øje med udviklingen i EUR/DKK for at se, om der vil være pres for yderligere renteforhøjelser. Vi kan således ikke udelukke, at Nationalbanken kommer til at løfte renten igen, selv om det p.t. ikke er vores hovedscenarie. De seneste dage indikerer, at presset for en svagere DKK mod EUR er aftaget en smule (se figur). Det er dog for indeværende usikkert, om det skyldes øget intervention eller det indsnævrede rentespænd til ECB. Overordnet ser det dog ud til, at DKK i denne omgang ikke bliver set som en specielt "sikker" valuta, som for eksempel under den europæiske gældskrise. Det minder i højere grad om udviklingen ved finanskrisens udbrud, hvor DKK ligeledes kom under pres for svækkelse. Det kan heller ikke udelukkes, at de enorme svækkelser i vores nabo-valutaer NOK og SEK også har smittet lidt af på DKK.

Ud over den højere rente annoncerede Nationalbanken også to andre tiltag i form af en swap-facilitet over for USD samt en udvidelse af den ekstraordinære udlånsordning, der blev oprettet i sidste uge, som begge har til hensigt at sikre tilstrækkelig likviditet i pengemarkedet. Og endelig løftede Nationalbanken planen for årets udstedelsesbehov af danske statsobligationer fra DKK 75 mia. til DKK 125 mia. afspejlende det ekstra finansieringsbehov i forbindelse med regeringens lancering af diverse hjælpepakke. Sammen med løftet i den korte rente har det desuden medvirket til at presse renteforskellen i forhold til tyske statsobligationer markant udad. Det 10-årige rentespænd er således kommet op i hele 25 basispunkter, hvilket er det højeste i tre år. Oven i dette kommer desuden, at presset på kreditspændene også har øget presset på realkreditrenterne en ekstra tand. Godt nok er den toneangivende 30-årige realkreditrente steget med omkring 60 basispunkter fra bund til top i marts ligesom den 10-årige statsobligation. Men statsrenterne var også faldet en del mere, op til krisen for alvor udfoldede sig. Ser vi på ændringerne i forhold til eksempelvis omkring årsskiftet, er det tydeligt, at realkreditrenterne har været under ekstra pres opad.

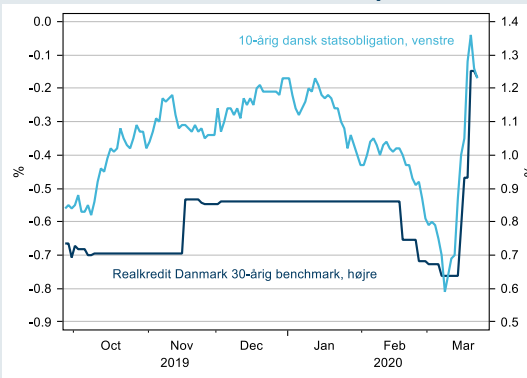
Skulle presset på realkreditrenterne fortsætte, er det værd at bemærke, at Nationalbanken ved hjælp af forskellige tiltag formåede at stabilisere markederne i kølvandet på finanskrisen. Og selv om et decideret QE-program, for eksempel til støtte for realkreditmarkedet, kan være vanskeligt at gennemføre som følge af fastkurspolitikken, skal det ikke fuldstændigt udelukkes, om end den ekstra likviditet enten delvist eller helt formentlig vil skulle opvejes af intervention på valutamarkedet.

### DKK-pres medfører endelig renteløft fra Nalen



Kilde: Macrobond

### DK: Realkreditrenter under stort pres



Kilde: Macrobond, Bloomberg

## Analysér – ansvar og forbehold (Disclaimer)

### Risikoadvarsel

Alle investeringer er forbundet med risici, og investor anbefales derfor selv at træffe beslutning om, hvorvidt en investering i nogen af de værdipapirer, der dækkes af denne analyse, er hensigtsmæssig på baggrund af investors konkrete investeringsformål, økonomiske situation og risikovillighed. Et finansielt instruments historiske afkast er ikke en garanti for et fremtidigt afkast. Værdien af finansielle instrumenter kan stige eller falde, og der er ikke sikkerhed for, at man vil få hele den investerede kapital tilbage.

### Analysér – ansvar og forbehold (Disclaimer)

Handelsbanken Capital Markets, en division af Svenska Handelsbanken AB (publ) (i det følgende samlet benævnt "SHB"), er ansvarlig for udarbejdelsen af analyserapporter. I Norden er SHB underlagt de respektive finanstillsyn, således Finansinspektionen i Sverige, Finanstillynet i Norge, Finanssivalvonta i Finland og Finanstillsynet i Danmark. Alle analyserapporter udarbejdes på baggrund af regnskaber og statistikoplysninger samt yderligere informationer, som SHB anser for at være troværdig. SHB har ikke foretaget nogen uafhængig kontrol af oplysningerne, og SHB står ikke inde for, at oplysningerne er korrekte, nøjagtige eller fyldestgørende.

Hverken SHB eller nogen af SHB's koncernforbundne selskaber, deres ledende medarbejdere, direktører eller ansatte vil under nogen omstændigheder være erstatningsansvarlige over for andre for eventuelle direkte, indirekte, specielle skader eller følgeskader, der måtte opstå i forbindelse med anvendelsen af oplysninger i analyserapporterne, herunder uden begrænsning tab af fortjeneste, selv hvis SHB udtrykkeligt er blevet gjort opmærksom på muligheden eller sandsynligheden for skadens opståen.

De synspunkter, der er indeholdt i SHB's analyserapporter, er udtryk for holdningerne hos SHB's ansatte og koncernforbundne selskaber og afspejler nøjagtigt de respektive analytikeres personlige synspunkter pr. dags dato og er med forbehold for ændringer. Der er ingen sikkerhed for, at fremtidige begivenheder vil være i overensstemmelse med sådanne synspunkter. Enhver analytiker, der nævnes ved navn i nærværende analyserapport, står inde for, at de synspunkter, der fremføres heri og tillægges denne analytiker, nøjagtigt afspejler dennes individuelle syn på de virksomheder eller de værdipapirer, der omtales i analyserapporten.

SHB udarbejder alene analyserapporter til orientering. Oplysningerne i analyserapporterne udgør ikke nogen personlig anbefaling eller tilpasset investeringsrådgivning, og sådanne rapporter og synspunkter bør ikke danne grundlag for investeringsmæssige eller strategiske beslutninger. Nærværende dokument udgør hverken helt eller delvist et tilbud om salg eller tegning af værdipapirer eller nogen tilskyndelse til accept af et tilbud om at købe eller tegne værdipapirer. Ligeledes udgør dokumentet ikke på nogen måde noget kontraktligt eller forpligtende grundlag. Det er ikke sikkert, at en tidligere udvikling gentages, og tidligere udvikling bør ikke ses som en indikation på fremtidig udvikling. Værdien af investeringer og afkastet derfra kan både falde og stige, og investorer kan risikere at tabe hele den oprindeligt investerede kapital. Investorerne har ingen garanti for at tjene på investeringer, og de risikerer at tabe penge. Valutakurser kan medføre, at værdien af udenlandske investeringer og afkastet derfra stiger eller falder. Nærværende analyseprodukt opdateres løbende.

SHB's analyserapporter eller dele heraf må ikke gengives eller videregives til tredjemand uden SHB's forudgående skriftlige samtykke. I nogle jurisdiktioner kan videregivelse af nærværende dokument være begrænset ved lov, og de personer, der kommer i besiddelse af nærværende dokument, bør holde sig orienteret om – og overholde – sådanne begrænsninger.

Rapporten dækker ikke nogen form for juridiske eller skattemæssige aspekter i forbindelse med udsteders planlagte eller nuværende gældsemissioner.

### Vær opmærksom på følgende vigtige erklæringer vedrørende videregivelse af analyseoplysninger:

SHB-medarbejdere, herunder analytikere, aflønnes på grundlag af virksomhedens generelle lønsomhed. Aflønning af analytikere er ikke baseret på specifikke serviceydelser inden for Corporate Finance eller Debt Capital Markets. Ingen del af analytikernes aflønning er eller vil være direkte eller indirekte relateret til konkrete anbefalinger eller synspunkter ifølge analyserapporter.

SHB og/eller dennes koncernforbundne selskaber kan til enhver tid levere serviceydelser inden for Investment Banking mv., herunder corporate banking og rådgivning om værdipapirer, til et hvilket som helst af de selskaber, der nævnes i SHB's analyser.

Vi kan fungere som rådgiver og/eller mægler for et hvilket som helst af de selskaber, der nævnes i vores analyser. SHB kan også gå efter Corporate Finance-opgaver for sådanne selskaber.

Vi køber og sælger værdipapirer, der er nævnt i vores analyser, fra kunder for egen regning. Vi kan derfor når som helst have en kort eller lang position i sådanne værdipapirer. Vi kan også fungere som prisstiller (*market maker*) i værdipapirer i alle de selskaber, der er nævnt i denne rapport. [Yderligere information og relevante oplysninger findes i vores analyserapporter.]

SHB, bankens koncernforbundne selskaber, deres respektive klienter, direktører, bestyrelsesmedlemmer eller medarbejdere kan eje eller have positioner i værdipapirer, der er nævnt i analyserapporter.

I forbindelse med ydelser vedrørende finansielle instrumenter kan Banken under visse omstændigheder betale eller modtage tilskyndelser, dvs. gebyrer eller provisioner fra andre parter end kunden. Sådanne tilskyndelser kan være i form af både økonomiske eller ikke-økonomiske fordele. Hvis tilskyndelser betales til eller modtages fra tredjemand, er det en betingelse, at betalingen skal sigte mod at forbedre kvaliteten af ydelsen og betalingen må ikke forhindre Banken i at sikre kundens interesser. Kunden skal oplyses om eventuelle betalinger, som Banken modtager. Når Banken tilvejebringer investeringsanalyser, modtager Banken alene mindre ikke-økonomiske fordele. Sådanne mindre ikke-økonomiske fordele består af følgende:

- Oplysninger eller dokumentation om et finansielt instrument eller en investeringsydelse, der er af generel karakter.
- Skriftligt materiale fremsendt af tredjemand, som er en udsteder, der er i gang med at markedsføre en ny emission.
- Deltagelse i konferencer og seminarer vedrørende et specifikt instrument eller en specifik investeringsydelse.
- Forplejning og/eller underholdning op til et rimeligt beløb.

Banken har vedtaget Retningslinjer for Analyser, som har til hensigt at sikre analytikernes og analyseafdelingens integritet og uafhængighed samt at identificere faktiske eller mulige interessekonflikter i forhold til analytikere eller banken og at løse sådanne konflikter ved at eliminere eller begrænse dem og/eller fremlægge sådanne oplysninger, som måtte være hensigtsmæssige. Som en del af kontrollen med interessekonflikter har banken indført restriktioner (vandtætte skotter) i kommunikationen mellem analyseafdelingen og andre afdelinger i banken.

Endvidere er analyseafdelingen organisatorisk adskilt fra Corporate Finance-afdelingen og andre afdelinger med lignende ansvarsområder. Retningslinjerne for Analyse omfatter også regler for, hvordan betaling, bonus og løn må udbetales til analytikere, hvilke markedsføringsaktiviteter en analytiker må deltage i, hvordan analytikere skal håndtere egne og nærtstående parter værdipapirtransaktioner mv. Derudover er kommunikationen mellem analytikerne og pågældende selskaber underlagt restriktioner. I henhold til bankens etiske retningslinjer for Handelsbanken-koncernen skal bestyrelsen og alle bankens medarbejdere udvise høj etik i udførelsen af deres ansvarsområder i banken såvel som andre arbejdsopgaver. For fuldstændige oplysninger om bankens etiske retningslinjer henvises til bankens hjemmeside [www.handelsbanken.com](http://www.handelsbanken.com) [Vælg *About the bank – Sustainability at Handelsbanken – Sustainability – Policy documents and guidelines – Policy documents – Policy for ethical standards in the Handelsbanken Group*]. (Dokumenterne er på engelsk). Handelsbanken har NUL-tolerance over for bestikkelse og korruption. Dette er fastlagt i koncernens politik vedrørende bestikkelse og korruption. Forbuddet mod bestikkelse omfatter også et forbud mod at opfordre til, arrangere eller acceptere bestikkelse beregnet for medarbejderens familie, venner, forretningsforbindelser eller bekendte. For fuldstændige oplysninger om bankens anti-korrupsionsretningslinjer henvises til bankens hjemmeside [www.handelsbanken.com](http://www.handelsbanken.com) [Vælg *About the bank – Sustainability at Handelsbanken – Sustainability – Policy documents and guidelines – Policy documents – Policy against corruption in the Handelsbanken Group*]. (Dokumenterne er på engelsk)

### Ved udsendelse i UK

SHB udsender analyserapporter i UK.

SHB er godkendt af de finansielle tilsynsmyndigheder i Sverige (Finansinspektionen) og UK (Prudential Regulation Authority (PRA)), og er underlagt visse regler fastsat af de engelske tilsynsmyndigheder PRA og Financial Conduct Authority (FCA). Nærmere oplysninger om omfanget af SHB's godkendelse samt de regler, der er fastsat af PRA og FCA, kan rekvireres ved henvendelse til SHB.

Kunder i UK bør bemærke, at de i forbindelse med nærværende analyserapport ikke er omfattet af reglerne til beskyttelse af erhvervsinvestorer (*Financial Services Compensation Scheme*) eller af FCA's regler i henhold til den engelske fondsbørslov af 2000 (*UK Financial Services and Markets Act 2000*) (med senere ændringer) til beskyttelse af privatkunder.

Nærværende dokument må i UK kun udsendes til personer, der er godkendt, eller personer, der er undtaget inden for betydningen af den engelske fondsbørslov af 2000 (med senere ændringer) (eller eventuelle bekendtgørelser til samme) eller (i) til personer, der har professionel erfaring med forhold, der vedrører investeringer i henhold til Artikel 19(5) i Bekendtgørelsen af 2005 til den engelske fondsbørslov af 2000 (*Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005* ("Bekendtgørelsen")), (ii) til højtførmuende enheder (*high net worth entities*) efter Bekendtgørelsens Artikel 49(2)(a)-(d), eller (iii) til personer, som er professionelle klienter efter Kapitel 3 i FCA's forretningsorden (*Conduct of Business Sourcebook*) (i det følgende samlet benævnt "Relevante Personer").

### Ved udsendelse i USA

#### Vigtigt angående videregivelse af tredjepartsanalyser:

SHB's analyser er ikke udarbejdet til globalt brug og modtagere af SHB's analyser skal være opmærksomme på, at i USA distribueres SHB's analyser af Handelsbanken Markets Securities, Inc., ("HMSI"), et af SHB's koncernforbundne selskaber. HMSI udarbejder ikke analyser og har ikke nogen analytikere ansat. SHB's analyser og SHB's analytikere er ikke underlagt FINRA's regler for analytikere, som har til formål at forhindre interessekonflikter ved bl.a. at forbyde visse aflønningsformer, begrænse analytikernes handel samt kommunikationen med de virksomheder, der er behandlet i analyserapporterne. SHB er ikke tilknyttet og har ikke noget forretningsmæssig eller aftalebaseret forhold til HMSI, der med rimelig sandsynlighed vil have en indvirkning på SHB's analyserapporter. Alle beslutninger vedrørende indholdet af analyserapporter træffes uden nogen former for input fra HMSI.

SHB's analyserapporter er i USA udelukkende beregnet til videregivelse til "større institutionelle investorer" i henhold til Rule 15a-6 i den amerikanske fondsbørslov (*Securities Exchange Act of 1934*). Alle større amerikanske institutionelle investorer, som modtager en kopi af en analyserapport, tilkendegiver og accepterer ved modtagelse af rapporten, at de ikke vil videregive analyserapporten eller gøre den tilgængelig for andre.

Amerikanske personer, der modtager SHB's analyserapporter og ønsker at handle med en af de aktier, der omtales og gennemgås i disse rapporter, skal henvende sig til HMSI. HMSI er medlem af FINRA, tlf. nr. (+1-212-326-5153)