

Renteudsigt – Juni

- Genåbning på usikker grund – uændrede renter
- Smittespredning igen i fokus
- Sværere at forudse renteeffekt

Genåbning på usikker grund – uændrede renter

Siden forrige Renteudsigt har vi ikke foretaget større ændringer i Handelsbankens renteforventninger. Givet at de lange renter er steget en smule som følge af genåbningstendenserne i økonomierne, ser vi dog et generelt mindre potentiale for stigende renter over det kommende års tid. Det ventes samtidig præget af træg økonomisk udvikling og svære genåbninger, samtidig med at risikoen for en ny alvorlig Covid-19-smittebølge er til stede. Derudover venter vi fortsat, at de helt korte renter herhjemme og i udlandet vil være mere eller mindre fastlåste tæt på deres nuværende lave niveauer. Således ventes rentekurvens udseende i både USA og Tyskland fortsat bestemt af udviklingen i de lange renter, efter at den stejlede markant (se figur) i marts, hvor bølgerne gik højt omkring omkostningerne ved at bekæmpe coronakrisen. Dette var dog knapt så udpræget herhjemme som følge af en selvstændig dansk renteforhøjelse i marts. Vi venter således ikke flere af disse over det kommende år. De lange 10-årige statsrenter ventes derudover at have potentiale til at stige lidt mere i USA end i euroområdet og herhjemme over det kommende års tid. Endelig ventes swaprenterne - efter den seneste lidt uventede kraftige indsnævring i forhold til statsrenterne - at have potentiale til at kunne udvide rentespændet igen, herunder især med udvidelser i mere usikre perioder.

Smittespredning igen i fokus

Siden sidste Renteudsigt i maj har der generelt været tale om en overordnet øget optimisme på finansmarkederne, og de 10-årige statsrenter befinder sig på lidt højere niveauer. Det skyldes tendensen til, at genåbninger af økonomierne har givet anledning til stigende forventninger om, at aktiviteten kommer hurtigere op i gear igen end frygtet. Vi har da også set bedring i de økonomiske data fra både USA og Europa, som vidner om, at vi har lagt den værste del af krisen bag os. Derudover har tiden været præget af fokus på yderligere mere langsigtede støttetiltag især på det finanspolitiske område. Fra pengepolitisk hold holder man aktuelt lidt tilbage med annoncering af nye tiltag, idet man allerede gik i markant kriseberedskab meget tidligt i forløbet og nu afventes effekterne af disse samt politikernes handling. Det virker da også til, at det er begrænset hvad centralbankerne kan gøre yderligere. Dog har både Fed og ECB lovet, at man er klar til at levere mere (af det samme), hvis det skulle blive nødvendigt.

Med hensyn til finanspolitikken har præsident Trump senest indikeret muligheden for nye supplerende infrastrukturinvesteringer for op imod USD 1.000 mia., mens EU aktuelt kæmper med at få vedtaget EU-Kommissionens forslag om en EUR 750 mia. stor finanspolitisk pakke. Forhandlingerne nåede ikke i mål i sidste uge som håbet, selvom der var bred enighed om behovet for støtte, og der er nu udsigt til, at man vil forhandle videre over sommeren. Jo længere

Handelsbankens renteforventninger

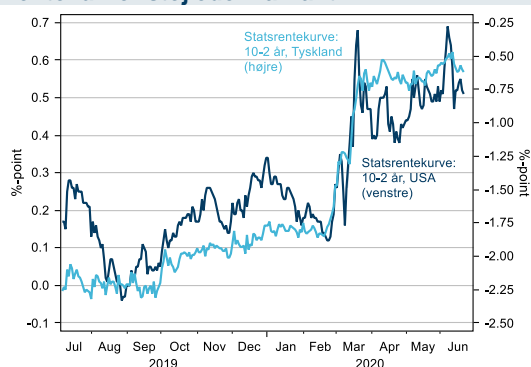
- Vi forventer, at Federal Reserve har sat renten i bund og fremover vil fokusere på QE og likviditetsmæssige tiltag i det omfang, der vurderes skal til for at opretholde markedernes funktion.
- ECB's Lagarde har været tydelig i sin udmelding om, at ECB vil gøre, hvad der skal til. Renten ventes der dog ikke rørt ved, men der kan ske yderligere ændringer i QE samt diverse likviditetsfremmende instrumenter.
- Nationalbanken forventes at holde renten uændret, og der ventes således ikke yderligere enegang her.

Internationalt	24. jun	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020	Q1 2021
Officielle renter				Ultimo	
USA	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125
Euroområdet	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
10-årige obligationsrenter					
USA	0,71	0,80	0,90	1,00	1,10
Tyskland	-0,41	-0,35	-0,35	-0,30	-0,30

Danmark	24. jun	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020
Officiel indlænsrente	-0,60	-0,60	-0,60	-0,60	-0,60
3M cibor	-0,19	-0,15	-0,20	-0,20	-0,20
2Y	-0,52	-0,55	-0,55	-0,50	-0,50
5Y	-0,45	-0,30	-0,30	-0,30	-0,25
10Y	-0,26	-0,30	-0,25	-0,20	-0,20
2Y swap	-0,14	0,00	0,00	0,10	0,10
5Y swap	-0,11	0,05	0,05	0,10	0,10
10Y swap	0,07	0,10	0,20	0,25	0,25

Kilde: Handelsbanken Capital Markets

Rentekurver stejlede markant



Kilde: Macrobond

tid det tager, jo længere tid vil det imidlertid også tage, før pengene kan fordeles. Det risikerer at minimere effekten af stimulansen, idet tidsfaktoren er afgørende.

Nok så vigtigt har vi set en tendens til, at risikoappetitten er stoppet med at stige i juni og senest har været under pres, hvilket især kan relateres til frygten for, at en Covid-19-smittebølge nummer to er under opsejling. Således har vi set, at antallet af nye globale smittetilfælde er taget til juni (se figur), og i de seneste par uger har der været fokus på flere markante regionale smitteudbrud i bl.a. Beijing, Tokyo, flere amerikanske delstater samt senest også i Tyskland. Vi kan således også se, at de finansielle betingelser på finansmarkederne er stoppet med at blive forbedret, og at de lange renter er kommet under pres nedad. Der er en reel risiko for - hvis sommeren byder på en fortsat stigende smitteudbredelse - at vi vil se et nyt og tydeligere pres nedad på renterne. Ind til videre ser det dog ud til, at der råder en vis optimisme med hensyn til, at smitten er under kontrol, idet der allerede eksisterer et udviklet beredskab til hurtigt at lokalisere og inddæmme nye tilfælde. Derudover har flere regeringer ind til videre afvist risikoen for nye nedlukninger.

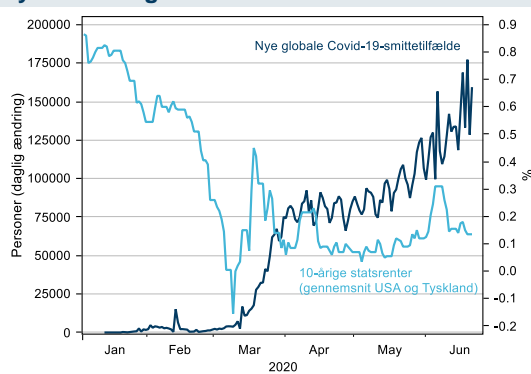
Således kan sommeren godt gå hen at blive urolig på finansmarkederne med hensyn til skift i afvejningen mellem støttetiltagens effekt over for opsvingets momentum og endnu vigtigere risikoen for, at en anden smittebølge kommer ud af kontrol. Med de seneste ledende indikatorer har vi modtaget tegn på, at den værste krise er bag os, og at opsvinget er i gang (se figur), hvilket isoleret set peger på et opadgående pres på renterne. Men med hensyn til opsvingets momentum udestår det i øvrigt endnu at se, hvordan virksomheder og arbejdsmarkedet reagerer, når regeringerne udfaser de kortsigtede støttetiltag, der havde til hensigt at hindre en umiddelbar eksplosion i konkurser og ledighed.

Endelig kan perioden blive påvirket af andre temaer end Covid-19. Således er der kommet mere støj fra en række andre emner såsom USA/Kina-forholdet og i den sammenhæng "Hong Kong"-problematikken. Dertil kan lægges øget uro på den koreanske halvø, og ikke mindst præsidentvalget i USA, som sandsynligvis vil få øget fokus efterhånden som vi nærmer os valget i november.

Sværere at forudse renteeffekt

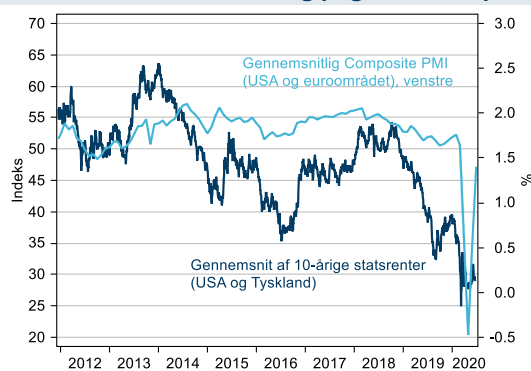
Efterhånden som især de korte renter er sat i bund og ser ud til at blive der i flere år fremover, har det påvirket rentebevægelserne længere ud af rentekurven. Således er det blevet sværere og sværere at se renterne som en måling på den bagvedliggende fundamentale tilstand i økonomisk aktivitet og inflation. Det er ikke mindst blevet tilfældet, efter at økonomierne i deres nuværende situation dårligt kan håndtere rentestigninger både i forhold til markant øget statsgæld nu og i fremtiden, samt ikke mindst hvis husholdningerne skal kunne agere som drivkraft i opsvinget. At effekterne er blevet mere komplekse kunne man eksempelvis se, da selv de sikre tyske (og danske) statsrenter steg sammen med EUR-periferirenterne tilbage i marts, hvor man frygtede for generel eksplosion i underskud på statsbudgetterne og i den forbindelse risiko for fragmentering af EU. Da EU's store hjælpepakke kom på bordet, og ECB lovede at gøre sit for at mindske u hensigtsmæssige rentebevægelser, som forstyrrer effekten af bankens politik, blev forholdene dog mere normale med fald i de fleste EUR-renter, mens de tyske forblev på lidt højere niveauer (se figur). Således kom både vurdering af kreditpræmier og risiko for EU-opbrud i spil.

Ny smittebølge truer



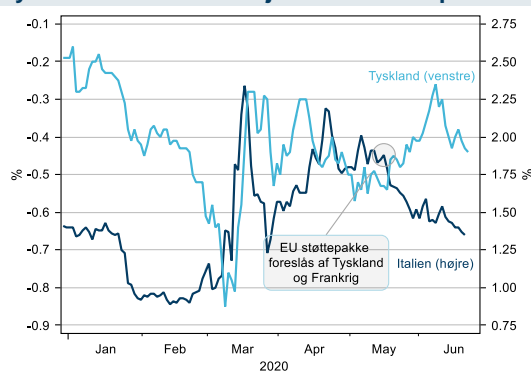
Kilde: Macrobond, Bloomberg

PMI-indeks er bundet ud og peger renter op



Kilde: Macrobond

Tyske renter forblev højere efter støttepakke

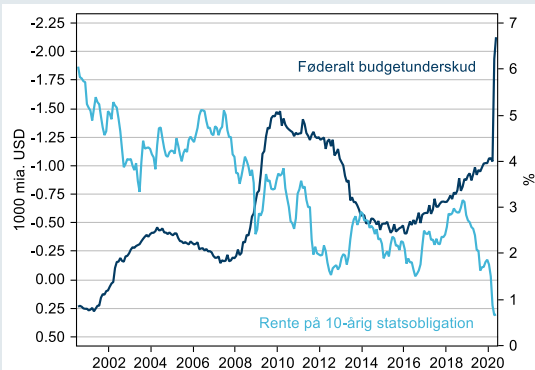


Kilde: Macrobond, Handelsbanken

Tilsvarende diskuterer Fed for tiden muligheden for en større grad af såkaldt rentekurve-kontrol, hvor man via nye værktøjer har bedre snor i renterne længere ude af rentekurven. Et af de vigtigste argumenter for dette er netop, at økonomien er blevet yderligere sårbar over for pludselige rentestigninger i den lange ende af rentekurven, sådan som vi så eksempel på tilbage i 2013 i forbindelse med den såkaldte "taper tantrum", hvor Fed's annoncering af en udfasning af QE-opkøbsprogrammet fik uventede store konsekvenser for renterne. Derudover er underskuddet på statsbudgettet allerede eksploderet (se figur), og normalt vil det give et pres opad på renterne som følge af en øget kreditpræmie, men det kan man af økonomiske holdbarhedsmæssige årsager ikke tillade.

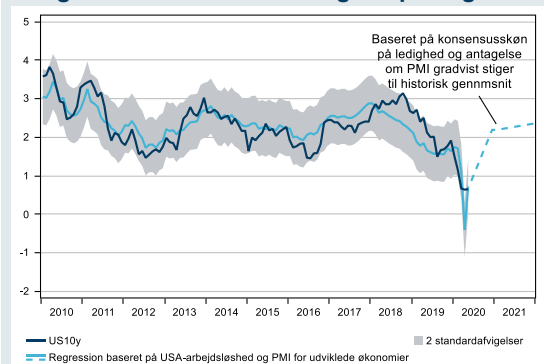
Pointen er, at når vi skal vurdere udviklingen i de lange obligationsrenter i den kommende tid, vil udseendet af det ventede økonomiske opsving muligvis ikke være den vigtigste faktor, der påvirker renterne. Udviklingen vil muligvis i endnu højere grad være afhængig af ændringer i de penge- og finanspolitiske rammer. Dette i kombination med investorerens konstante bedømmelse af kreditpræmierne, herunder i hvilken udstrækning de ser risiko for at lande eller regioners evne til at opfylde sine forpligtelser på den hastigt voksende gæld.

USA: Budgetpres stiller krav til fortsat lav rente...



Kilde: Macrobond

... og vil renten tillades at stige i opsvinget?



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 analytikers 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 fremlagt 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 [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 [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 højtformuende 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)