

Intervention på vej fra ECB?

Optrapningen i retorikken fra europæernes side i kølvandet på de senere måneders markante styrkelse af euro overfor både dollar og kinesiske renminbi, har fået markederne til at spekulere i, at den Europæiske Centralbank (ECB) vil søge at bremse udviklingen gennem intervention. I denne artikel kigger vi derfor nærmere på ECB's handlemuligheder, da vi vurderer, at der stadig er et stykke vej, før ECB intervenerer fysisk i markedet.

Europa mister konkurrenceevne

Intervention er efterhånden blevet et udbredt tema på valutamarkedene, hvor indtil flere lande allerede har grebet ind - direkte eller indirekte - for at hindre en styrkelse af egen valuta. Den Schweiziske Nationalbank interverner direkte i valutamarkedet ved at sælge schweizerfrancen mod især euro og dollar, og for nyligt har Brasilien tilsluttet sig den efterhånden lange række af lande, der forsøger at hindre kraftig valutastyrkelse, ved at indføre skatter på kapitalstrømme ind i landets obligations- og aktiemarkeder. Samtidig er den amerikanske dollar svækket markant og kineserne har (ganske vist ikke officielt) genoptaget bindingen af renminbien til dollaren.

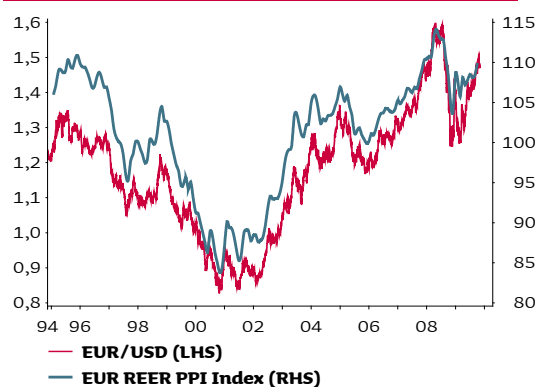
Dermed ser det i stigende grad ud til, at Europa har trukket det korteste strå i kampen om at sikre konkurrenceevne på de internationale eksportmarkeder, og det er ganske alvorligt set i lyset af, at de faktorer, der primært skal drive det økonomiske opsving i Europa, er den ekspansive finanspolitik på den ene side og øget eksport på den anden side.

Tålmodigheden er ved at slippe op

Spørgsmålet er derfor hvor længe kineserne vil blive ved med at fastholde den aktuelle valutakurspolitik, samt hvor meget mere euroen har at byde på. Kigger vi først på forholdet mellem euro og dollar og sammenholder dette

med den reale EUR-kurs for de europæiske producenter (dvs. det handelsvægtede EUR-indeks men justeret for producentpriser), bliver det for det første tydeligt, at de europæiske eksportørers konkurrenceevne er forringet. Sammenholder vi endvidere den aktuelle situation med situationen sidste sommer, hvor EUR/USD-kursen rundede 1,60, er der noget der tyder på, at de europæiske producenter kan risikere en fortsat styrkelse af euroen på op imod 5%, jf. figur 1.

Figur 1: Nominelt effektivt EUR indeks og euroens udvikling overfor dollar



Source: Reuters EcoWin

Udsigterne til en fortsat EUR-styrkelse overfor både CNY og USD må utvivlsomt være en torn i øjet på de europæiske politikere, og efter adskillige måneder med næsten uafbrudt valutastyrkelse, er de europæiske politikere begyndt at røre på sig. Franskmandene især har beklaget sig højlydt, og en talsmand for præsident Sarkozy kaldte for nyligt den senere tids svækkelse af dollar overfor euro for en "katastrofe" for Europa.

Hvad kan ECB stille op?

Spørgsmålet er dog, hvad europæerne selv kan gøre for at mindske presset fra den styrkede euro. ECB har adskillige gange signaleret, at de finder det aktuelle renteniveau passende, og det er i vores optik ikke sandsynligt, at de griber til rentevåbnet for at stoppe euroens fremmarch.

Den Europæiske Centralbank har dog andre muligheder for at fastholde et nedadgående pres på markedsrenterne uden ligefrem at gribe til rentenedsættelser. Én mulighed er at fastholde de kvantitative lempelser i en længere periode end ellers. Et andet alternativ er,

Udgiver:

Jyske Markets
Vestergade 8 -16
DK - 8600 Silkeborg

Analytikere:

Helle Varming
+45 89 89 7105
hv@jyskebank.dk

Linda Vestergaard
+45 89 89 76 62
Linda.vestergaard
@jyskebank.dk

Morten Lykke Pedersen
+45 89 89 70 96
morten.lykke@
jyskebank.dk

Læs flere valutaanalyser
på www.jyskebank.dk/finansnyt

Fraskrivelse af ansvar:

Se venligst den sidste side

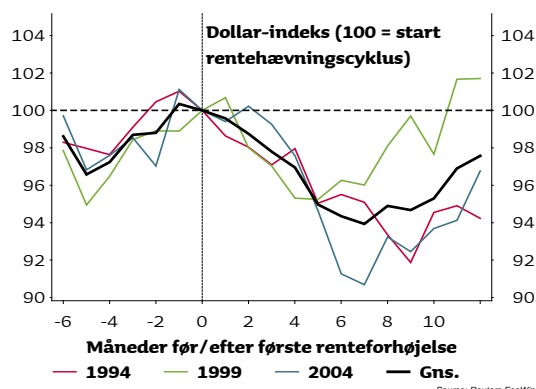
at påvirke renterne ved fortsat et sikre, at der er rigeligt med likviditet i det finansielle system. I denne forbindelse kunne man således forestille sig, at ECB endnu engang vil tilbyde (ubegrænset) likviditet i forbindelse med den kommende 12-måneders auktion i december. Endvidere kunne en mulighed være, at likviditeten tilbydes til 1% - dvs. uden det tillæg til renten, som mange i markedet ellers har forventninger om, at ECB vil kræve. Endeligt er en sidste mulighed for at holde markedsrenterne nede, at man fastholder 3- og 6-måneders auktionerne gennem en længere periode, men spørgsmålet er nu, om det vil være tilstrækkeligt til for alvor at bremse styrkelsen af den fælles-europæiske valuta overfor både den amerikanske dollar og den kinesiske renminbi.

Dollaren hænger i bremsen

Der er i skrivende stund ikke meget, der taler for en markant styrkelse af dollaren over de kommende måneder. Et større udbrud af risikoaversion eller hurtige renteforhøjelser fra Fed kan være med til at vende tendensen på dollaren, men begge dele betragter vi som risikoscenarier. Vores hovedscenario er en svagere dollar frem mod 2. kvartal 2010, da kvantitative lempelser, et svagt bolig- og arbejdsmarked, og den generelt gode appetit på risiko alt sammen trækker i negativ retning.

En decideret trendvending for dollaren vil sandsynligvis først være en realitet, når den amerikanske centralbank begynder at stramme retorikken. Første step i denne proces er naturligvis, at det (efter Feds vurdering) begynder at gå tilpas godt i realøkonomien. Herefter vil Fed - foruden en endelig afslutning på de kvantitative lempelser - begynde, at ”op-rulle” de ekstraordinære likviditetsprogrammer, og først da vil Fed efter vores vurdering hæve renten første gang – formentlig engang i løbet af 4. kvartal 2010.

Figur 2: Kursudvikling i USD før/efter første renteforhøjelse fra Fed

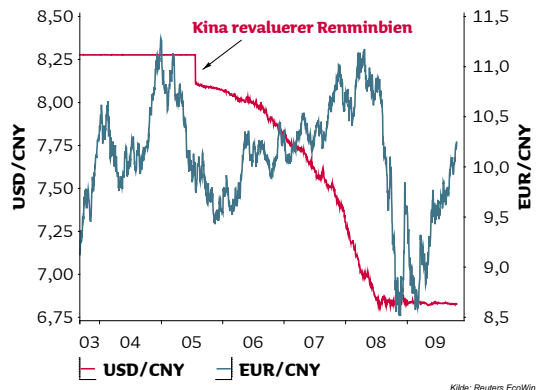


En dollarstyrkelse, eller vending om man vil, indtræder, når der er udsigt til renteforhøjelser fra Fed, og historisk tyder noget på, at dette kommer ca. 6 mdr. før den første renteforhøjelse er en realitet. Det sker med andre ord typisk, når forventninger om højere renter begynder at vise sig lidt længere ude på rentekurven (f.eks. i de 2-årige renter) jfr. figur 2. Sammenholder vi dette med vores forventninger til renteforhøjelser i USA implicerer dette altså, at vi kan forvente, at dollaren bunder ud midt på året i 2010

Ingen hjælp fra Kina foreløbig

Kineserne har ikke officielt meldt sig på banen blandt nationer, der har valgt at sætte en kæp i hjulet for styrkelse af den nationale valuta. Faktum er dog, at den kinesiske renminbi (CNY) har handlet i et meget snævert interval overfor dollaren siden midten af 2008.

Figur 3: Udviklingen i Renminbi overfor euro og dollar



Kina opgav ellers fastkursregimet tilbage i 2005 til fordel for en gradvis CNY-styrkelse, men nedturen i den globale økonomi har altså fået kineserne til uofficielt at binde valutaen

til den faldende dollar for ikke at miste konkurrenceevne på eksportmarkederne.

Der er ingen tvivl om, at næste bevægelse i USD/CNY bliver ned, dvs. at kineserne vil genoptage strategien fra tidligere med gradvist at lade CNY styrke sig over for USD. Spørgsmålet er dog, hvornår det kommer til at ske. Timingen vil i høj grad blive bestemt af, at Kina ser en bedring i eksporten, dvs. af en fremgang i væksten hos Kinas handelspartnere. Eksporten er da også begyndt at vise tegn på bedring efter meget kraftige fald, men den ligger kun marginalt højere end i starten af året. Det kinesiske opsving er fortsat hovedsageligt båret af offentlig stimulans, og det venter vi fortsætter året ud. Vi vurderer, at kineserne vil implementere andre opstramninger i form af en reduktion i graden af stimulans samt højere renter, før de atter begynder at lade CNY styrke sig over for USD. Efter vores vurdering vil de begynde på førstnævnte i løbet af 2010, mens sidstnævnte tidligst vil blive aktuelt i 2. halvår 2010.

Med disse vurderinger in mente vil styrkelsen af CNY over for USD først blive genoptaget hen mod slutningen af 2010, men noget kunne tyde på, at europæerne ikke har i sinde at sidde med hænderne i skødet så længe. Ovenpå euro-finansministrenes seneste møde i Kommissionen for Økonomiske og Finansielle anliggender udtalte kommissionsformanden, Jean-Claude Juncker, således at han og direktøren for den Europæiske Centralbank, Jean-Claude Trichet, agter at rejse til Kina inden årets udgang for at diskutere valuta med de kinesiske myndigheder. Om de får held med deres forehavende er dog tvivlsomt. Vi vurderer i hvert fald ikke, at man skal sætte næsen op efter, at kineserne vil bøje sig for omverdenens ønske om en stærkere Renminbi foreløbig.

Intervention på vej?

Tilbage står således spørgsmålet om, hvorvidt ECB med Trichet i spidsen vil gribe til interventionsvåbnet for at bremse den aktuelle eurostyrkelse. Trichet har strammet retorikken i relation til den senere tids udvikling på valutamarkederne, og efter det pengepolitiske møde i ECB i starten af oktober sagde han, at overdrevet volatilitet på valutamarkederne på ingen måde er ønskværdigt. Han sagde endvidere, at han deler amerikanernes synspunkt

vedrørende vigtigheden af en stærk dollar (en pointe han i øvrigt gentog i en uannonceret udtalelse mandagen efter rentemødet), og optrapningen af retorikken fra politisk side har været med til at sætte gang i spekulationer om, at intervention fra ECB's hånd kan være undervejs. ECB har dog ikke tradition for direkte intervention, og de få episoder, vi kender til, hvor centralbanken har inter文eneret direkte i markedet, har altid involveret en koordineret indsats med den amerikanske centralbank, Fed. Herudover konkluderer ECB i en af deres analyser¹, at intervention (verbal eller ikke-verbal) er mest succesfuld, når...:

1. ... centralbanken har trenden med sig,
2. ... volatiliteten er høj og usikkerheden er stor,
3. ... valutakursen er langt fra ligevægt ud fra en købekraftsbetragtning (PPP),
4. ... interventionen er koordineret med indenlandske og udenlandske myndigheder (andre centralbanker).

Hvis ECB inter文enerede på nuværende tidspunkt, ville de ikke have trenden med sig, og ECB's interesse for at skabe yderligere usikkerhed og volatilitet er set i lyset af finanskrisen og de seneste kommentarer ret begrænset. Selvom valutakursen er relativt langt fra ligevægt finder vi det derfor ikke videre sandsynligt, at Trichet griber til fysisk intervention på nuværende tidspunkt. Inden Trichet kommer så langt, skal han da også have overtalt Bernanke fra Fed (foruden en række andre centralbankdirektører) til at deltage i interventionen. Vi vurderer, at de verbale kommentarer skal tiltage væsentligt i styrke, før det sker. Til gengæld finder vi det meget sandsynligt, at politikere og pengepolitiske myndigheder vil forsøge at lægge et nedadgående pres på euroen ved at skrue op for den verbale intervention og lægge vægt på amerikanernes ytringer om bestræbelserne på at hindre dollaren i at svækkes for meget.

¹ Working Paper Series, no. 528, September 2005

Ansvarsfraskrivelse (Disclaimer & Disclosure)

Jyske Bank er under tilsyn af Finanstilsynet.

Analysen er baseret på informationer, som Jyske Bank finder pålidelige, men Jyske Bank påtager sig ikke ansvar for materialets rigtighed eller for dispositioner foretaget på baggrund af analysens informationer eller vurderinger. Analysens vurderinger og anbefalinger kan ændres uden varsel. Analysen er til personlig brug for Jyske Banks kunder og må ikke kopieres.

Dette er en anbefaling og ikke en investeringsanalyse.

Interessekonflikter

Jyske Bank har udarbejdet procedurer, der skal forebygge og undgå interessekonflikter. Disse procedurer er indarbejdet i forretningsgangene, der omfatter valuta-, rente- og råvareanalyseaktiviteterne i Jyske Markets, der er en forretningsenhed i Jyske Bank.

Herudover må valuta-, rente- og råvareanalytikere i Jyske Bank ikke have positioner i de papirer, hvor de udarbejder analyser, Jyske Bank kan dog have positioner og/eller et forretningsmæssigt forhold til de papirer, der analyseres. Analytikerne modtager ikke betaling fra personer med interesse i analysen.

Læs mere om Jyske Banks politik om interessekonflikter: www.jyskebank.dk/investeringsinfo

Risiko

Investering i denne valuta, rente og/eller råvare er behæftet med risiko. Bevægelser i kreditmarkedet, sektoren og/eller nyhedsstrøm mv. om udsteder kan påvirke kursdannelsen på valutaen/renten/råvaren. Se analysens forside for vores syn på risikoen for valutaen/renten/råvaren. Anførte risikofaktorer og/eller følsomhedsberegninger i analysen kan ikke anses som udtømmende.

Opdatering af analysen

Analyser, anbefalinger og ad hoc publikationer opdateres ikke. I stedet offentliggøres en ny publikation, når og hvis Jyske Bank finder det nødvendigt. Markedscommentarer bliver opdateret dagligt.

Se forsiden for dato for analysens første offentliggørelse.

Alle oplyste kurser er aktuelle handelskurser på tidspunktet for analysens offentliggørelse, med mindre andet er anført.