


Handelsaftale sænker risici, og pundet stiger i 2021

Handelsaftalen har fjernet en vigtig halerisiko, og dermed venter vi, at globale kapitalforvaltere opjusterer deres beholdninger af britiske aktiver. Trods den britiske corona-variant venter vi en GBP-stigning mod EUR kurs 0,85 (DKK 8,75) i 1. halvår 2021, hvorefter relativ stabilitet returnerer.

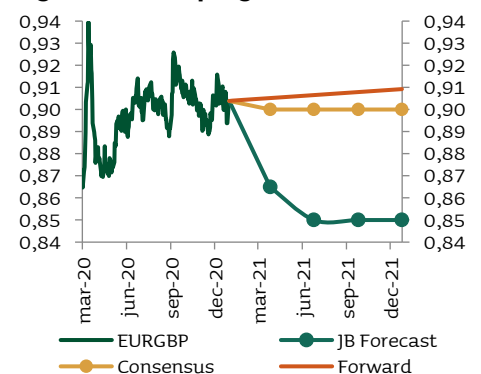
- En begrænset aftale mellem EU og UK er endelig på plads
- Globale kapitalforvaltere undervægtet britiske aktiver, og risici aftager
- Britisk pund stiger mod EUR 0,85 (DKK 8,75) i 1. halvår 2021

Den begrænsede handelsaftale mellem Storbritannien og EU er en forløsning, som har fjernet halerisikoen for et kaotisk scenarie for især den britiske økonomi og britiske aktiver. Det er positivt, og vi forventer, at finansmarkedet vil prise en lavere risikopræmie på britiske aktiver. Forhandlingerne om en udvidet aftale inkl. den vigtige finansielle sektor går nu i gang, og det betyder i vores øjne, at stigningspotentialet for britiske aktiver og pundet begrænser sig til "Fair Value". Vi venter derfor et stigende GBP mod den fundamentale ligevægtskurs ved EUR kurs 0,85 (DKK 8,75) gennem 2021 og ikke højere. Risici ser vi bl.a. relateret til, at britisk økonomi fortsætter med at lide mere under COVID19-pandemien end euroområdet, dvs. negativt for GBP, mens en undervurdering af globale kapitalforvalteres ønske om at returnere til britiske aktiver er positivt for GBP.

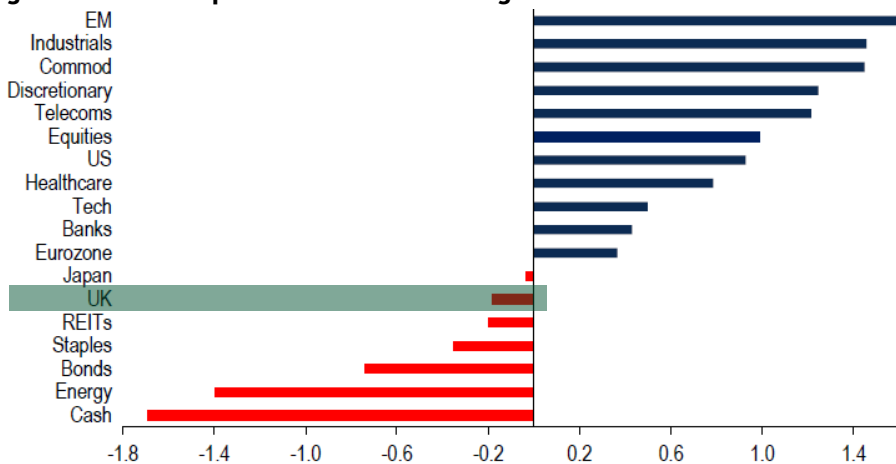
Risikomærkning		X
Kompleks		X
Ikke-kompleks		

Se venligst de sidste sider for forklaring.

Figur 1 – Valutaprognose



Figur 2 – Globale kapitalforvaltere undervægtet* britiske aktiver



*Note: z-score på historisk porteføljeallokering. Kilde: BofA GFM & Jyske Bank

Vores valutaprognose for GBP er uforandret, dvs. at det er vores hovedscenarie, som udspiller sig efter den indgåede begrænsede handelsaftale mellem Storbritannien og EU. Efter indprisningen af en lavere risikopræmie for britiske aktiver i løbet af 1. halvår 2021 venter vi, at relativ stabilitet returnerer afspejlende de fortsatte forhandlinger om en udvidet aftale.

Tabel 1 GBP-prognose	Q1-21	Δ	Q2-21	Δ	Q3-21	Δ	Q4-21	Δ
USD	1,41	0,00	1,45	0,00	1,47	0,00	1,47	0,00
EUR	0,87	0,00	0,85	0,00	0,85	0,00	0,85	0,00
DKK	8,60	0,00	8,75	0,00	8,75	0,00	8,75	0,00

Kilde: Jyske Bank

Research, Jyske Markets, Jyske Bank A/S

Valuta-, rente- og oliestrategi,

Jan Bylov

+45 89 89 71 68

jan.bylov@jyskebank.dk

Rente- og valutastrategi,

Morten Hassing Povlsen

+45 89 89 71 08

mhp@jyskebank.dk

Analytikerassistent,

Naveed Neghabat

+45 89 89 71 49

nne@jyskebank.dk

Vigtig investorminformation:

Se materialets sidste sider.

En begrænset aftale mellem EU og UK er endelig på plads

Efter utallige udskudte deadlines lykkedes det selve juleaftensdag Storbritannien og EU at få afsluttet det rodede og langstrakte forhandlingsforløb. Det betyder, at der nu er **enighed om en handelsaftale**, ligesom der også er aftaler på plads om fiskeri i britiske farvande samt om regulering og standarder.

For investorerne er det selvfølgelig positivt, at det lykkedes parterne at nå til enighed om det fremtidige samarbejde, så de **værste udfordringer undgås, nu hvor Storbritannien har forladt EU's Indre Marked og toldunion**. Men i det store perspektiv er aftalen reelt blot en almindelig handelsaftale, der fjerner told og kvoter på varehandlen, men som **stadig vil medføre en masse bureaukrati** og besvær, når der fx skal være grænsekontrol og udfyldes eksporterklæringer og oprindelseslandserklæringer. Aftalen er samtidig **yderst begrænset på serviceområdet, der er særligt vigtigt for Storbritannien**, og samlet set vil der – trods aftalen – stadig være klare udfordringer. Det vil lægge en **dæmper på især den britiske vækst, der i forvejen er under hårdt pres af coronakrisen**.

Men det er en aftale, som de to parter kan bygge videre på i det kommende år, og det er positivt, da begge parter har et behov for et godt samarbejde efter mere end 45 års ægteskab. Set med britiske øjne er det skuffende, at der endnu ikke er en aftale på plads om den finansielle sektor, men de to parter har dog givet håndslag på, at der **senest i marts 2021 skal foreligge et såkaldt "forståelsespapir"**, der udstikker rammerne for samarbejdet på dette område.

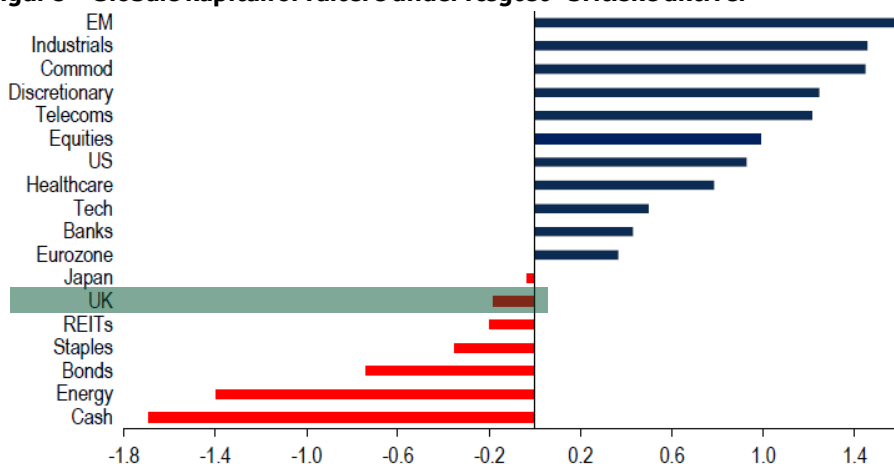
Boris Johnson har udlagt aftalekomplekset som en kæmpe sejr, da lænkerne til EU nu endelig er kappet. Men djævelen ligger som bekendt i detaljen, og samhandlen med landets suverænt største handelspartner vil blive mere besværlig. Samtidig truer skotterne med løsrivelse, så ultimativt risikerer Brexit også at splitte den britiske union.

Globale kapitalforvaltere undervægtet britiske aktiver, og risici aftager

Udtrædelsen fra EU har stået på i mere end fire år, og det har været rigelig tid til, at globale kapitalforvaltere har kunnet nedjustere eksponeringen mod britiske aktiver, så **risikoen for en kaotisk udtræden nødvendigvis blev indregnet**.

Denne risikopræmie på britiske aktiver bliver i praksis afspejlet i en **undervægt i globale kapitalforvalteres porteføljer** (jf. figur 3) og en **lav prisfastsættelse af GBP** (jf. tabel 2).

Figur 3 – Globale kapitalforvaltere undervægtet* britiske aktiver



*Note: z-score på historisk porteføljeallokering. Kilde: BofA GFM & Jyske Bank

Jyske Bank prisfastsætter valutaer efter disse modeller:

- **Klassiske valutadrivkræfter** i form af relative realrenter, makroøkonomi, handels- & kapitalflow, samt flokmentalitet (multiregression)
- GBP-relevante **finansielle variable** (multiregression)
- **Købekraftsparitet** (valutakurs justeret for inflationsforskelle)

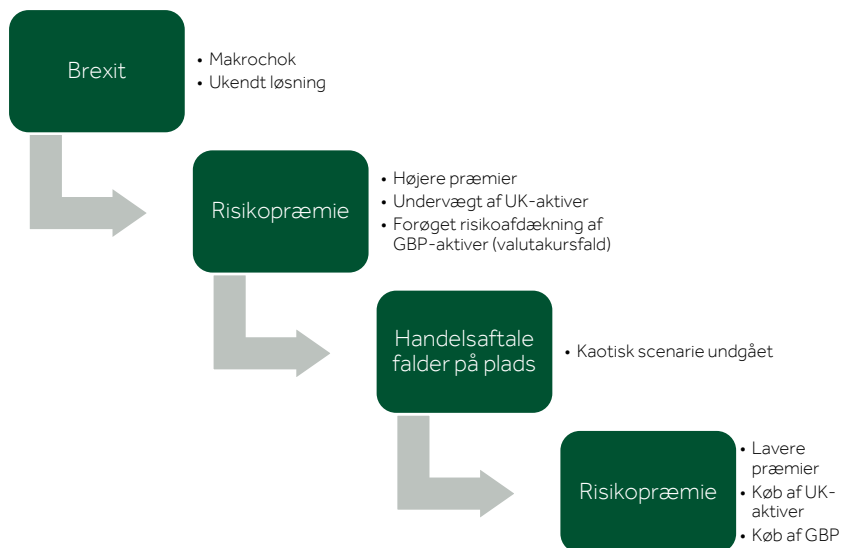
Eftersom GBP stadig er omkring 6-7 % lavere prisfastsat end sin fundamentale ligevægtskurs (købekraftsparitet), **anser vi GBP for at indeholde en betydelig risikopræmie** og primært relateret til risikoen for et kaotisk Brexit efter 1. januar 2021.

Tabel 2 – Prisfastsættelsesmodeller for GBP	DKK	Δ	EUR	Δ
Fair Value via klassiske valutadrivkræfter	8,09	2%	0,92	-2%
Fair Value via finansielle variable	8,94	-9%	0,83	8%
Købekraftsparitet	8,78	-7%	0,85	6%
GBP-kurs i dag	8,24		0,90	

Kilde: Jyske Bank

I vores øjne markerer selv den begrænsede handelsaftale, at **halerisikoen** for et kaotisk scenarie for den britiske økonomi og britiske aktiver **er fjernet**. En situation, som bør betyde, at **risikopræmien på britiske aktiver er for høj**. Et signal om, at **undervægten** af britiske aktiver i globale porteføljer nu vil blive **neutraliseret**, og at **GBP** derigennem også vil **stige i kurs**, jf. figur 4.

Figur 4 – Risikopræmien på britiske aktiver for høj efter handelsaftale



Kilde: Jyske Bank

Britisk pund stiger mod EUR 0,85 (DKK 8,75) i 1. halvår 2021

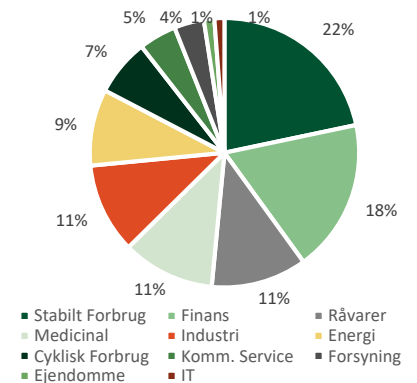
Den begrænsede handelsaftale mellem Storbritannien og EU betyder i vores øjne, at risikopræmierne skal sænkes, og at den genprisinde af britiske aktiver og GBP vil ske i 1. halvår 2021.

For det britiske pund (GBP) vedkommende venter vi en **stigning mod valutaens fundamentale ligevægtskurs (købekraftsparitet) ved EUR kurs 0,85 (DKK 8,75)** og

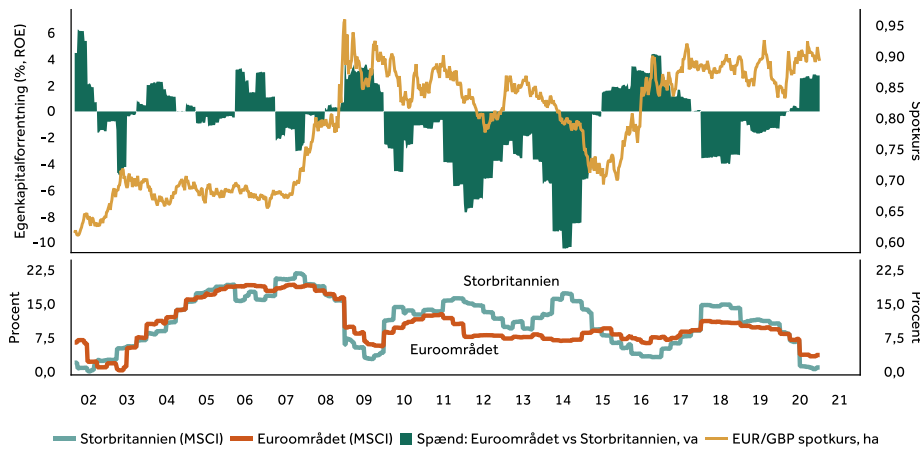
ikke højere. Vores begrænsede optimisme opstår pga. følgende væsentlige argumenter imod en mere optimistisk forventning til GBP:

- Undervægten af britiske aktiver (primært aktier) bliver næppe opjusteret til mere end maksimalt "neutral", da sammensætningen af britiske aktiesektorer ikke er special attraktiv (50 % i Stabilt Forbrug, Finans, Råvarer, jf. figur 5) sammenholdt med andre lande (hele verdens favorit har været USA med 53 % i IT, Medicinal og Kommunikationservice).
- Britiske selskabers egenkapitalforrentning (ROE) har svært ved – mere vedvarende – at slå euroområdet tilsvarende. Og det er ikke uvæsentligt, da egenkapitalforrentningen influerer på globale kapitalforvalteres præferencer mellem lande... og derigennem efterspørgslen efter GBP, jf. figur 6. Efter Finanskrisen har Storbritannien oplevet en netto kapitaludstrømning (ikke vist), som en konsekvens af disse faktorer.

Figur 5 – Aktiesektorer i UK



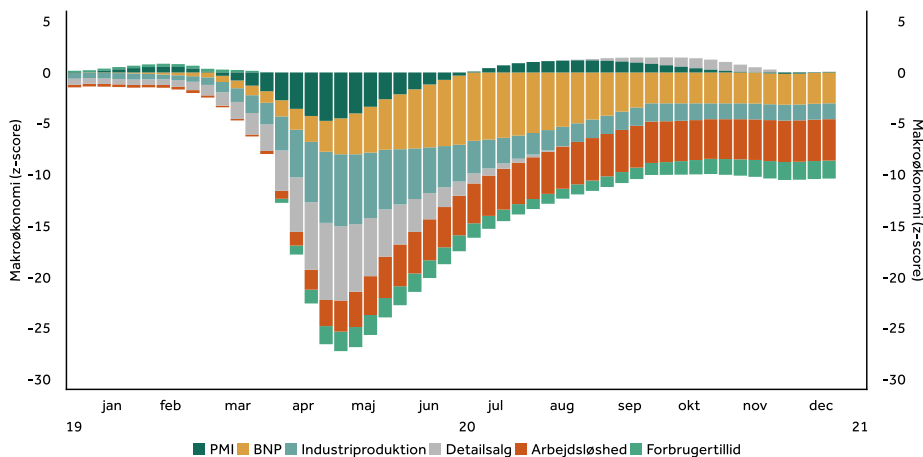
Figur 6 – Britiske selskaber kæmper med egenkapitalforrentningen



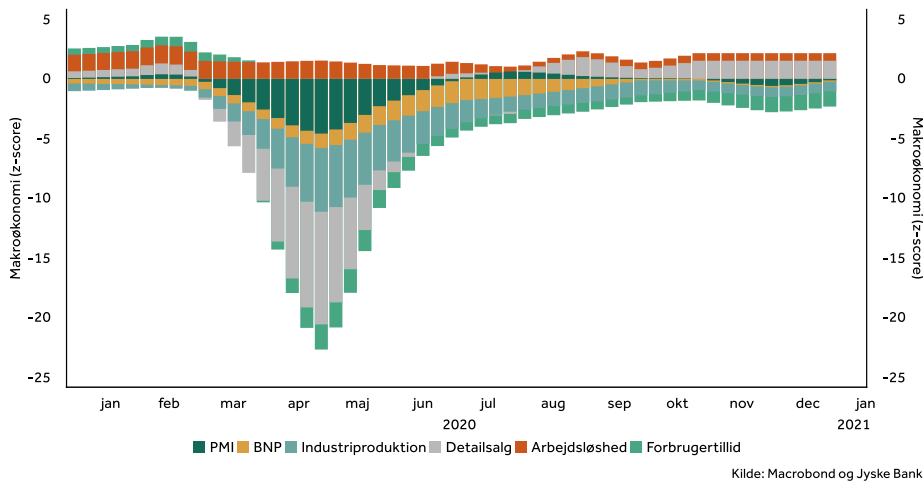
Kilde: Bloomberg, Macrobond og Jyske Bank

- Den britiske økonomi er relativt hårdere ramt af COVID19-pandemien end euroområdet, jf. figur 7 & 8. Det er vores vurdering, at globale kapitalforvaltere, eksportører til Storbritannien og gearede valutainvestorer derigennem vil afholde sig fra en overeksponering i britiske aktier og GBP. Den seneste COVID19-variant udsprunget i Storbritannien forbedrer ikke denne udsigt.

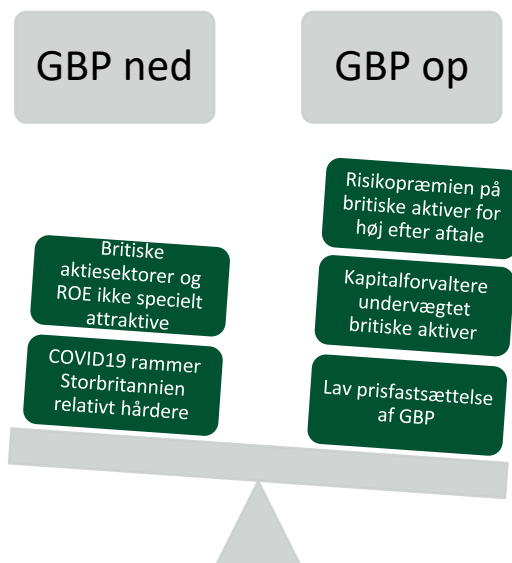
Figur 7 – Storbritanniens makroøkonomi hårdt ramt af COVID19-pandemi



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Figur 8 – Euroområdet lidt mindre nedtur og stærkere comeback

Det er vores samlede vurdering, at disse argumenter igangsætter en GBP-stigning mod valutaens fundamentale ligevægtskurs, men endnu ikke en mere optimistisk forventning, jf. figur 9.

Figur 9 - GBP stiger mod EUR 0,85 (DKK 8,75) i 1. halvår 2021, ikke højere

Kilde: Jyske Bank

Kommerciel risikostyring af det britiske pund

Det britiske pund (GBP) er undervurderet med ca. 7 % ift. den fundamentale ligevægtskurs (købekraftsparitet) på DKK 7,78. Misprisindegangen af GBP er ikke ekstrem i forhold til den maksimale historiske afgivelse på 28 %, men i vores øjne influerer det stadig på den optimale risikoafdækning for danske virksomheder.

Vi kan anbefale følgende modelbaseret risikoafdækning:

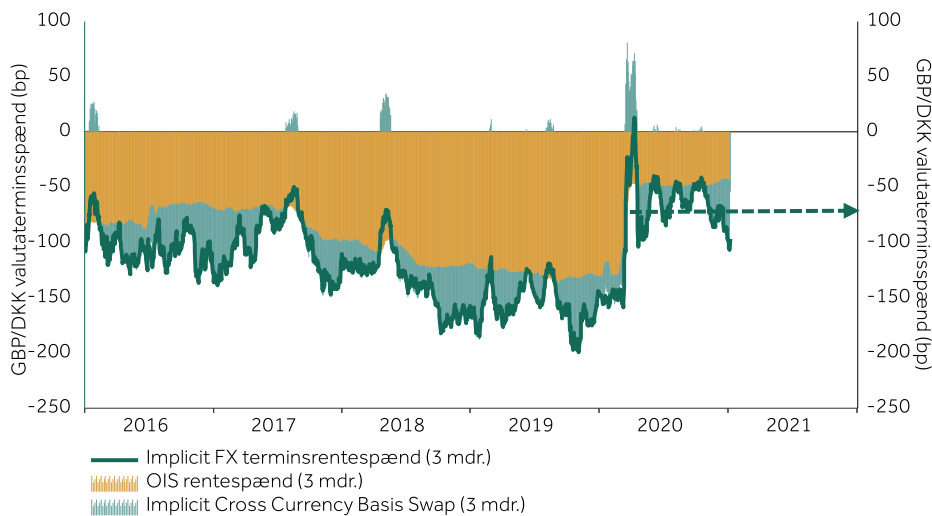
Sælger af GBP/DKK	Afdækningsgrad*	Horisont**	Rul af FX termin
Reduceret	48 %	September 2021	Kort
Køber af GBP/DKK	Afdækningsgrad*	Horisont**	Rul af FX termin
Forøget	73 %	Februar 2022	Lang

Kilde: Jyske Bank

*Afdækningsgrad, Neutral = 1 minus overskudsgrad (10 %) divideret med max. historisk afvigelse fra købekraftspariteten siden 1999 (28 %). **Afdækningshorisont = max. antal afdækningsmåneder fra finanspolitik (18 mdr.) gange afdækningsgrad.

I øjeblikkets markedssituation kan det virke forunderligt, at f.eks. en eksportør anbefales at sikre 48 % af de kommende 18 måneders cash flow. Begrundelsen er, at vores modelbaserede risikoafdækning udspringer af teorien om og den praktiske erfaring med, at misprisninger af en valuta over tid korrigerer tilbage til normen (købekraftsparitet). En undervurderet valuta vil for en eksportør derfor altid udmønte sig i en reduceret afdækningsgrad: GBP ventes over tid at kunne sælges på bedre niveauer.

Figur 10 - I 2021 venter vi stabilitet i de ledende renter og terminsspændet



Kilde: Refinitiv Datastream & Jyske Bank

I 2021 venter vi stabilitet i de ledende renter og terminsspændet

- Rul af eksportørens valutaterminer

Vi anbefaler at rulle valutaterminer helt kort gennem 2021, da vi ikke ser væsentlige ændringer i OIS-rentekurven gennem 2021 givet forventningen om uændrede ledende renter i Storbritannien og Danmark (og ECB). Likviditetsændringer og geopolitisk foranledige ændringer i basis-swap (xccy) venter vi styrende for de normale periodiske udsving i terminsspændet, men altså ingen væsentlig ændring i den samlede valutaterminskurve.
- Rul af eksportørens valutaterminer

Vi anbefaler at rulle valutaterminer med den længst tilladte løbetid givet virksomhedens finanspolitik. Herved sikrer importøren sig det mest attraktive terminsfradrag. Vi ser ikke væsentlige ændringer i OIS-rentekurven gennem 2021 givet forventningen om uændrede ledende renter i Storbritannien og Danmark (og ECB). Likviditetsændringer og geopolitisk foranledige ændringer i basis-swap (xccy) venter vi styrende for de normale periodiske udsving i terminsspændet, men altså ingen væsentlig ændring i den samlede valutaterminskurve.

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.

Rentepronose

Rentepronosen afspejler den forventede retning for renter over en given horisont. Rentepronosen er et skøn for, hvor vi med overvejende sandsynlighed forventer at se renten på den angivne horisont. Rentepronosen 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

Rentepronosen 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.