

## Danske kroner – Velhavarnationen udfordrer fastkursregimet

Kronerenterne siver resten af i år, men der er ingen udsigt til, at rentespændet til EUR bliver betydende negativt. I det lys forventer vi, at DKK bliver ved med at handle nær Nationalbankens interventionskurs 7,436

- Nationalbanken modgår strukturel efterspørgsel efter DKK
- Kronens rentefavør svinder, men næppe afgørende
- Danmark som lille-Schweiz betyder løbende køb af kronen
- Kommerciel risikostyring af euro og terminsrul

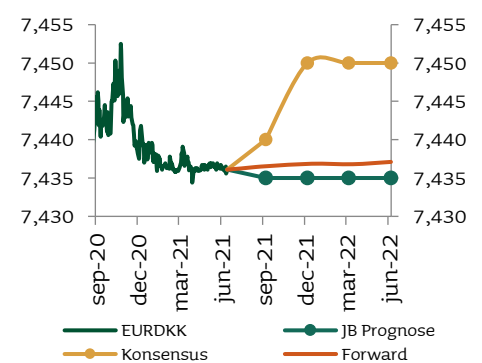
Risikomærkning	<span style="color: green;">■</span> <span style="color: yellow;">■</span> <span style="color: red;">■</span>	X
Kompleks		X
Ikke-kompleks		

Se venligst de sidste sider for forklaring.

### Nationalbanken modgår strukturel efterspørgsel efter DKK

Trods en coronapandemi peger fakta mod, at Danmark ufortrødent udvikler sig mod et lille-Schweiz, hvor en strukturelt voksende indkomst fra vores udenlandske formue betyder et kontinuerligt nettokøb af DKK gennem hele året (marts undtaget). Og hvor Danmarks store pensions- & forsikringssektors (P&F) rebalancering af valutaafdækningen periodisk påvirker EUR/DKK spotkursen. Det er vores vurdering, at likviditetsforskydninger mellem Danmark og euroområdet i 2021 og 2002 ikke kan forårsage et afgørende rentespænd i disfavør af DKK. Vi venter, at DKK-styrken holder sig tæt på Nationalbankens interventionsniveau nær EUR 7,4360 gennem hele det næste år. Hertil kommer, at positive aktiemarkeder indikerer et cyklisk DKK-køb til P&F-sektorens risikoafdækning. Situationen er uden dramatik, og vi venter, at Nationalbanken helt roligt håndterer DKK-styrken med periodisk valutaintervention fra kursniveauet EUR 7,4360.

Figur 1 – Valutaprognose

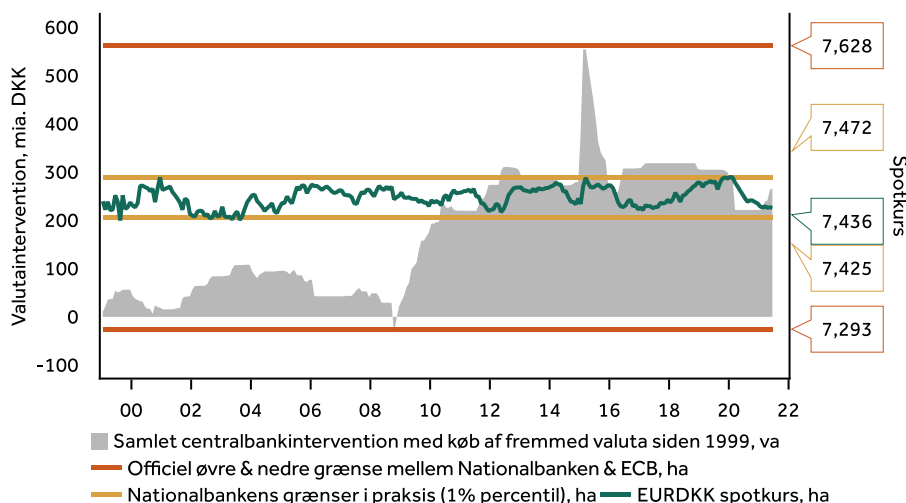


Kilde: Bloomberg og Jyske Bank

I 2022 ser vi et risikoscenarie, hvor Nationalbanken efter en stadig strøm af valutaintervention supplerer valutainterventionen med en renteændring, som atter vender rentespændet over for EUR til at være tydeligt DKK-negativ for at sænke afkastet og demotivere investorernes strukturelle hjemflagnings af velhavervations formueindkomst. **Alternativet** er en tålmodig Nationalbank med et håb om, at en aftrapning af ECB's kvantitative lempelser isoleret kan løfte EONIA og vende rentespændet i disfavør af DKK. Vi tillægger sidstnævnte strategi en lav sandsynlighed for succes i 2022.

"Nationalbanken bruger i hovedtræk to instrumenter til at holde kronen stabil over for euro: **intervention** og **renteændring**." Kilde: Nationalbanken

Figur 2: Siden 1999 har Nationalbanken solgt DKK for at modvirke efterspørgslen



Research, Jyske Markets, Jyske Bank A/S  
Valuta-, rente- og oliestrateg,  
Jan Bylov  
+45 89 89 71 68  
jan.bylov@jyskebank.dk

Rente- og valutastrateg,  
Morten Hassing Povlsen  
+45 89 89 71 08  
mhp@jyskebank.dk

Analytikerassistent,  
Naveed Neghabat  
+45 89 89 71 49  
nne@jyskebank.dk

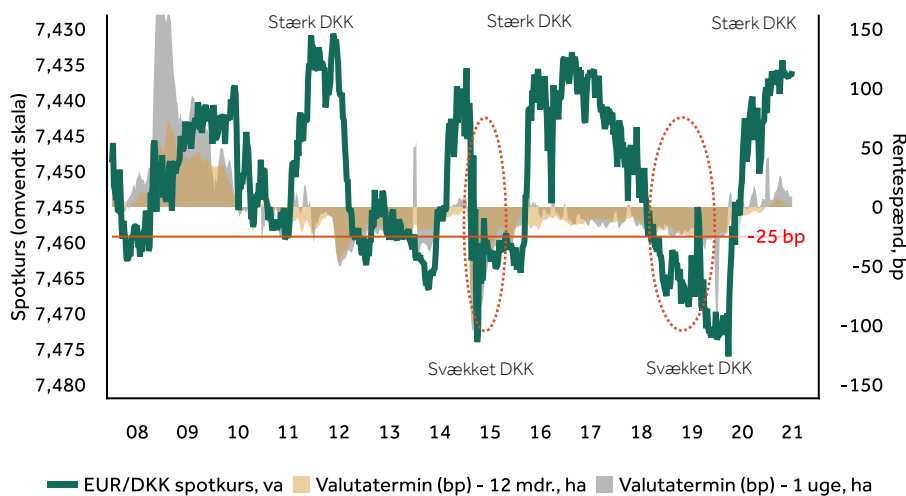
**Vigtig investorinformation:**  
Se materialets sidste sider.

Kilde: Macrobond og Jyske Bank

## Kronens rentefavør svinder, men næppe afgørende

Danske kroner handler tæt på Nationalbankens interventionsniveau nær EUR 7,4360 på trods af et officielt rentespænd på nul mellem indlånsrenterne i Nationalbanken (-0,5%) og ECB (-0,5%). En uens overskudslikviditet mellem Danmark og euroområdet har skabt pengemarkedsrenter, som er i favør af DKK, men vores prognoser for overskudslikviditeten i 2. halvår 2021 signalerer gennem modellering, at DKK-favøren vil aftage. Først i slutningen af august udgiver Finansministeriet en prognose for finansieringsbehovet for 2022, hvorefter vi kan udlede en kvalificeret likviditetsprognose for næste år og konsekvenserne for danske pengemarkedsrenter.

**Figur 3: Et klart negativt terminsspænd historisk nødvendigt for svækket DKK**



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

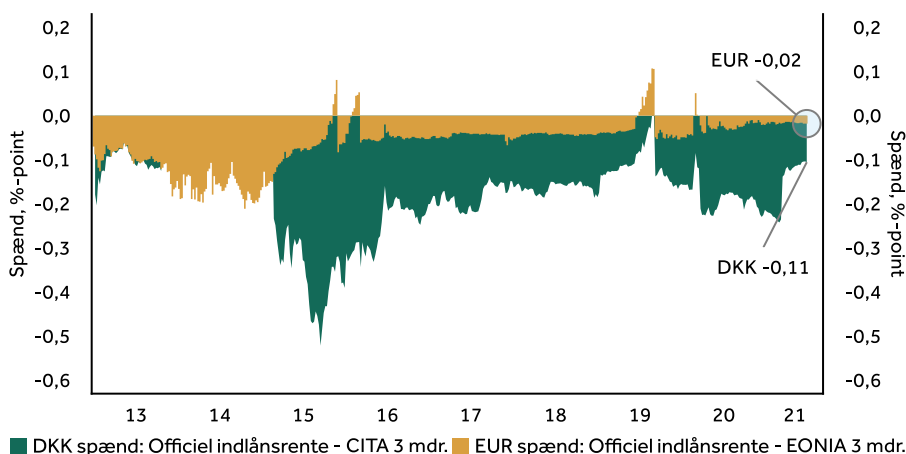
### Nationalbanken: Ansvarsfordelingen i den økonomiske politik

"Der er en klar fordeling af ansvaret i den økonomiske politik. I et fastkursregime som det danske er de pengepolitiske renter reserveret til styring af valutakursen. Renterne kan **ikke** samtidigt anvendes til styring af den indenlandske konjunktursituation. Nationalbanken skal således med pengepolitikken alene sørge for, at kronkursen holdes stabil over for euro. Regeringen sørger for at såvel finanspolitikken som den øvrige økonomiske politik er orienteret mod en stabil samfundsøkonomi. En stabilitetsorienteret finanspolitik er også afgørende for at kunne opretholde fastkurspolitikken ([her](#))."

Umiddelbart skulle DKK-efterspørgslen aftage i 2. halvår, når danske pengemarkedsrenterne siver, men som figur 3 illustrerer, så er **et rentespænd nær nul** ikke nok til at bremse den løbende DKK-efterspørgsel, som kommer fra Danmarks strukturelle overskud over for udlandet. Historisk har et rentespænd omkring -25 bp været nødvendigt for at skabe en så tilstrækkelig demotivation, at hjemflagning af DKK er udskudt, og DKK svækket over for EUR.

**Figur 4 – Likviditetsforskelle næppe nok til en afgørende disfavør af DKK**

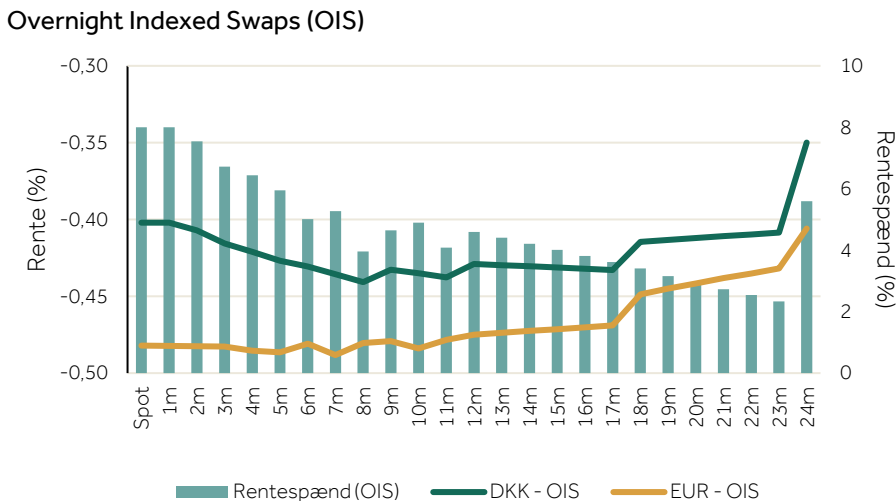
Spænd til ledende renter i Danmark og euroområdet



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Det er Jyske Banks kvalitative vurdering, at pengemarkedsrenternes spænd til de ledende renter i Danmark og euroområdet, jf. figur 4, **ikke** kan forskyde sig så voldsomt i hverken 2021 og 2022 på basis af potentielle ændringer i overskudslikviditeten, at rentespændet begynder at nærme sig -25 bp, som historisk har givet en svækket DKK. En vurdering, som vi ser underbygget af, at **pengemarkedet kun priser en minimal indsnævring af rentespændet** mellem Danmark og euroområdet, jf. figur 5.

**Figur 5 – Markedet priser et rentespænd fra 8 til 2 bp... om 2 år**



Kilde: Bloomberg og Jyske Bank

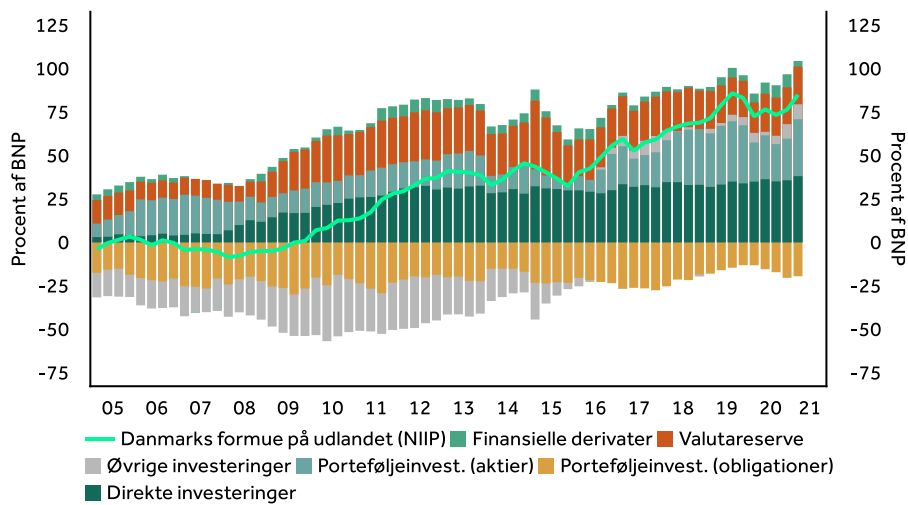
Samlet set signalerer rentemarkederne i vores øjne, at **DKK forbliver nær Nationalbankens interventionsniveau nær EUR 7,4360** også i 2022 trods en udbredt accept af en snarlig begyndende aftrapning af ECB's kvantitative lempelser og en endnu ukendt overskudslikviditet i Danmark for 2022.

### Danmark som lille-Schweiz betyder løbende køb af DKK

Siden Finanskrisen har Danmark bevæget sig i retningen af et lille-Schweiz med en stigende formue i udlandet. En udvikling, som slår igennem på valutamarkedet i lyset af Nationalbankens stramme fortolkning af udsvingsbåndet inden for Danmarks fastkursregime:

- Kapitalindkomsten fra Danmarks voksende udenlandske formue giver et kontinuerligt nettokøb af DKK
- P&F-sektorens periodiske rebalancering af valutaafdækningen påvirker spotkursen i EUR/DKK

Det er vores vurdering, at øjeblikkets DKK-styrke og rebalancering hos P&F-sektoren med køb af DKK (pga. stigende aktiemarkeder) foregår **uden presserende hast og uden dramatik** for Nationalbanken.

**Figur 6: Danmarks formue i udlandet er vokset støt siden Finanskrisen**

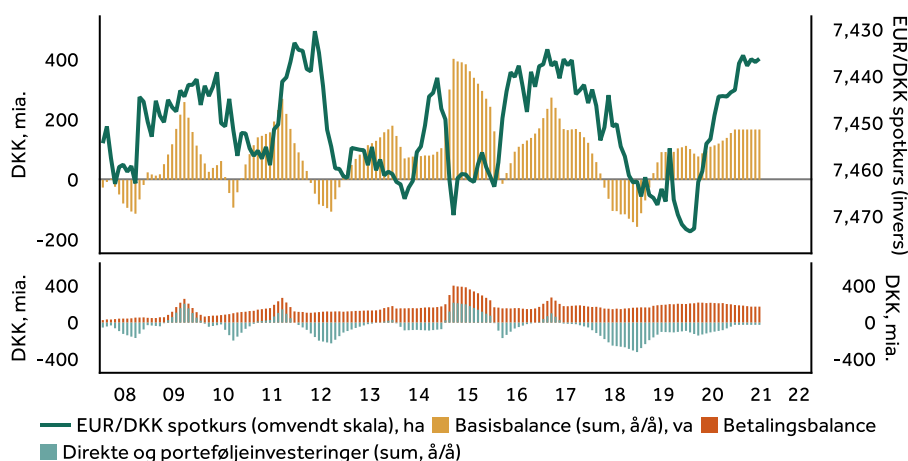
Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Kombineret med det løbende inflow i DKK ser vi DKK-efterspørgslen **modvirket af valutaintervention fra Nationalbanken**. En indgriben, som vi venter, at Nationalbanken fortsætter med i resten af 2021 og 2022.

Der er ingen automatisk eller naturlig grænse for, hvor megen fremmed valuta Nationalbanken kan, må eller vil opkøbe, og vi ser fortsat en logik i, at Nationalbanken tilbagefører den likviditet, der blev fjernet med den store intervention (køb af kroner) på ca. 75 mia. kr. i foråret 2020. **Vi vurderer, at Nationalbanken er klar til mere drypvis intervention på op til 30 mia. kr., inden en rentenedsættelse på 10 bp bliver overvejet.** Og tålmodighed passer i øvrigt fint med den politiske modstand mod negative renter.

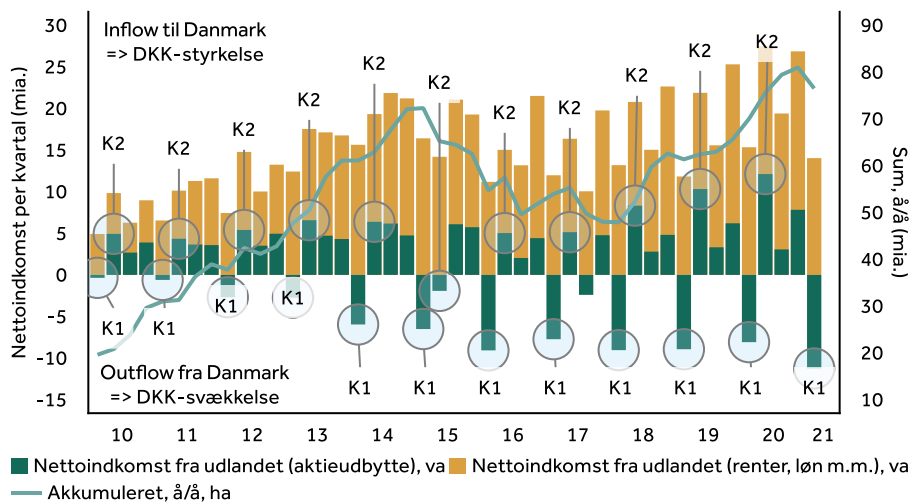
**Figur 7 – Nettoflow ind i Danmark og kronen siden Finanskrisen**

Basisbalancen = Betalingsbalance + direkte &amp; porteføljeinvesteringer



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

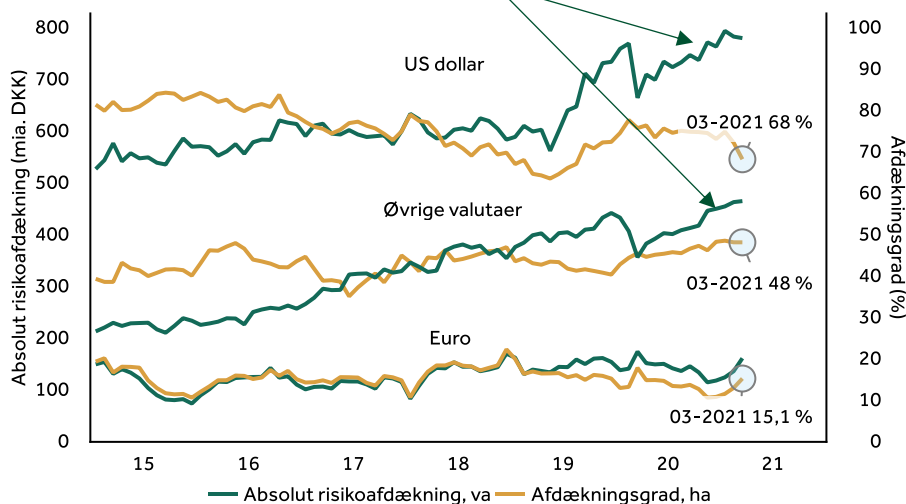
Med **undtagelsen af marts måned** (outflow fra DKK via udnyttbetalinger), oplever Danmark og DKK **et kontinuerligt inflow (køb af DKK) gennem årets øvrige 11 måneder**. I fraværet af en underrente på DKK, som demotiverer hjemflagningen af bl.a. kapitalindkomst, ser vi det naturligt, at dette løbende inflow i DKK fastholder valutakursen nær Nationalbankens interventionsniveau ved kurs 7,4360.

**Figur 8: Aktieudbytte i marts giver outflow... ellers inflow i DKK resten af året**

Kilde: Macrobond og Jyske Bank

**Sæsonændens i EUR/DKK:** Marts måned præget af netto aktieudbyttebetaling til udlandet, som giver DKK-salg, og dermed en (kortvarig) risiko på opsidens i EUR/DKK spotkurs.

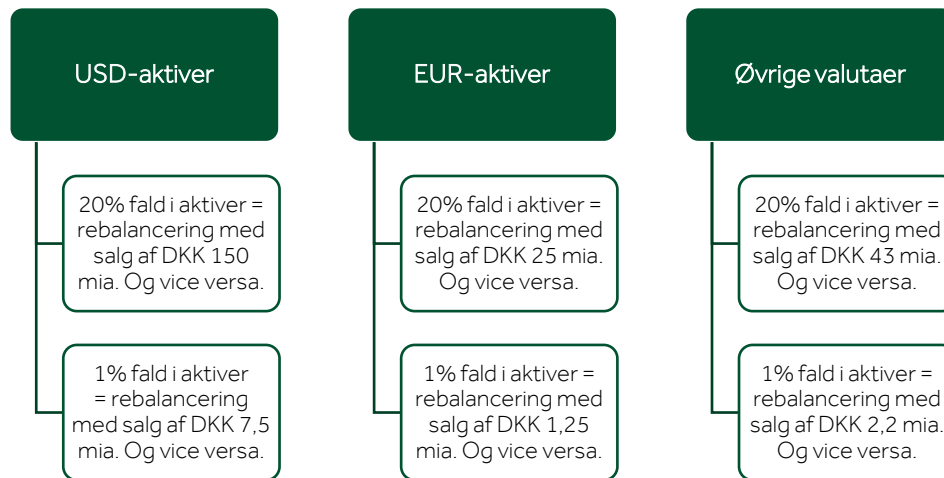
Betydningen af Danmarks store pensions- & forsikringssektors (P&F) investeringer i udlandet kan næppe overvurderes. Kapitalindkomsten betyder inflow af DKK, mens en rebalancering af formuens valutaafdækning i forhold til aktivernes værdi skaber periodisk påvirkning af kronekursen i begge retninger.

**Figur 9: Aktivstigninger => P&F-sektoren øger absolut valutaafdækning**

Kilde: Nationalbanken, Macrobond og Jyske Bank

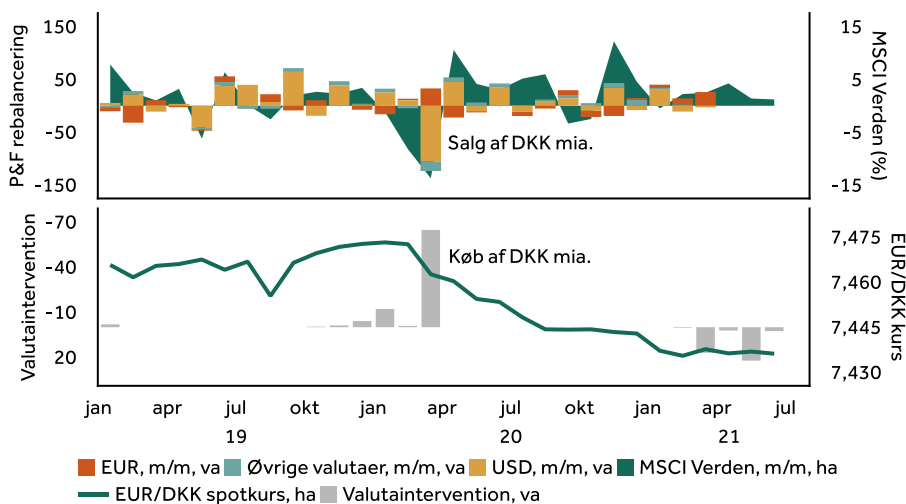
Stiger de udenlandske værdier vil P&F-sektoren øge den absolutte valutaafdækning (køb af DKK), mens f.eks. et makrochok og faldende værdier betyder tilbagesalg af valutaafdækning (salg af DKK).

Konsekvensen af denne sammenhæng bevirker, at DKK vil blive ramt/svækket, hvis de globale aktiemarkeder pludseligt bliver udsat for et storudsalg af en pt. ukendt årsag. Vælger P&F-sektoren at rebalancere valutaafdækningen efter blot et 1% fald i de udenlandske formuer, så skal der sælges DKK for 11 mia., jf. figur 10.

**Figur 10: Spothandler foranlediget af rebalancering\* hos P&F-sektoren**


\*Udregnet som (eksponering efter værdiændring\*afdækningsgrad) minus risikoafdækning. Kilde: Jyske Bank

Globalt bliver der dagligt omsat danske kroner for 80 mia. på valutamarkedet for spot- og terminkontrakter. Hvis P&F-sektoren under et makrochok/børsfald på 20 % rebalancerer og eksekverer DKK 220 mia. i spot/terminsmarkedet, så svarer rebalanceringen til næsten 3 dages normal omsætning. I vores øjne er det vanskeligt at forestille sig, at det kan lade sig gøre uden væsentlig påvirkning af EUR/DKK spotkursen og uden Nationalbankens samtidige valutaintervention, læs evt. mere i "Pensionssektoren som aktør på valutamarkedet" ([her](#)).

**Figur 11: Rebalancering tæt forbundet med aktiemarkedet**


Kilde: Nationalbanken, Macrobond og Jyske Bank

Øjeblikkets situation med DKK-styrke og stigende aktiekurser indikerer, at P&F-sektoren står med en rebalancering med køb af DKK, jf. figur 11. Det er vores vurdering, at en sådan positiv-foranlediget rebalancering ikke sker med samme "presserende hast", som under et makrochok, hvor børserne falder hurtigt, vedvarende og meget. Med en langt mindre "presserende hast" anser vi øjeblikkets situation for udramatisk, og dermed også mindre problematisk for Nationalbanken at fastholde sin strategi om et meget snævert kursinterval i EUR/DKK. Samlet set en vurdering, som taler for Nationalbankens fortsatte brug af valutaintervention frem for en snarlig rentenedsættelse.

## Kommerciel risikostyring af euro og terminsrul

Det er Jyske Banks vurdering, at Danmarks fastkurspolitik over for euro-valutaen og de historiske snævre kursudsving i EUR/DKK betyder, at den optimale risikostyring hovedsageligt centrerer sig om muligheden for at drage nytte af, eller minimere omkostningen fra, renteforskellen mellem EUR og DKK.

Vores forventninger og modelleringer bevirker, at:

### Rul af EUR/DKK solgt på termin

Likviditetsforskelle mellem Danmark og euroområdet betyder, at det korte rentespænd mellem DKK og EUR er i svag favør af DKK gennem resten af 2021, mens en svagt invers terminskurve betyder, at valutaterminer omkring 12 mdr. svinger omkring nul. **Vi anbefaler derfor at rulle valutaterminer kort.**

### Rul af EUR/DKK købt på termin

Likviditetsforskelle mellem Danmark og euroområdet betyder, at det korte rentespænd mellem DKK og EUR er i svag favør af DKK gennem resten af 2021, mens en svagt invers terminskurve betyder, at valutaterminer omkring 12 mdr. svinger omkring nul. **Vi anbefaler derfor at rulle valutaterminer langt,** for at minimere renteomkostningerne.

**Tabel 1 - Anbefalet risikoafdækning af EUR/DKK-eksponering**

Sælger af EUR/DKK	Afdækningsgrad	Afdækningshorisont	Rul af FX termin
	Normal	Normal	Kort
Køber af EUR/DKK	Afdækningsgrad	Afdækningshorisont	Rul af FX termin
	Normal	Normal	Lang

Kilde: Jyske Bank

## 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 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

- 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 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.

#### 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](http://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.