

Kronen kortvarigt svækket i 2022 efter dansk rentesækning

Drypvis valutaintervention fortsætter i lyset af et vedvarende inflow i DKK og en stærk dansk krone. I 2022 udvider Nationalbanken valutainterventionen med en rentesækning på 10 bp. Resultatet bliver en kortvarig svagere DKK, hvorefter DKK atter stiger mod EUR 7,4350.

- Kronens styrke udløser rentesækning i 2022
- Underrenten over for EUR næppe tilstrækkelig
- Danmark som lille-Schweiz betyder løbende køb af kronen
- Risikoscenarie for DKK kommer fra globale aktier
- Kommerciel risikostyring af euro og terminsrul

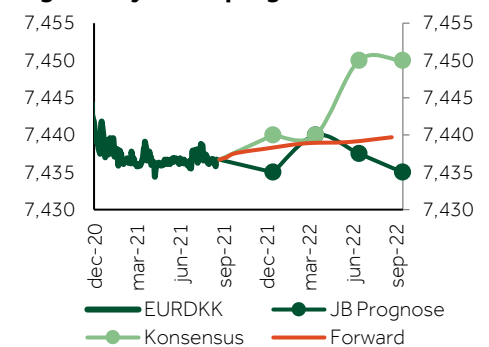
Risikomærkning		X
Kompleks		X
Ikke-kompleks		

Se venligst de sidste sider for forklaring.

Kronens styrke udløser rentesækning i 2022

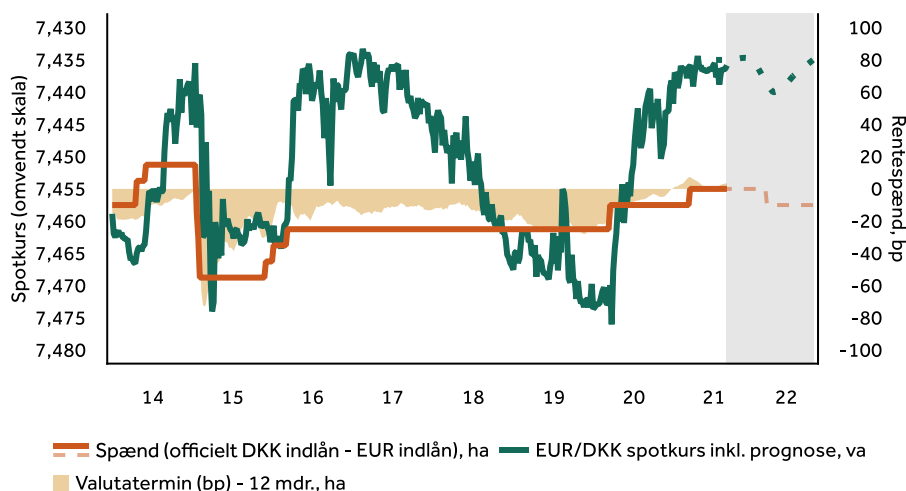
Jyske Banks nye 2022-prognoser for overskudslikviditeten i Danmark og euroområdet signalerer et uændret rentespænd og dermed en kronkurs, som ufortrødent presser mod Nationalbankens interventionsniveau nær EUR 7,4350. Efter yderligere drypvis valutaintervention vil Nationalbanken i vores øjne beslutte at tage renteværktøjet i brug, og vi forventer nu en selvstændig dansk rentenedsættelse i marts 2022. I vores øjne vil en 10 bp rentenedsættelse kun midlertidigt løfte spotkursen mod 7,4400, før det løbende inflow ind i velhavarnationen Danmark sender kronkursen tilbage mod interventionsniveauet EUR 7,4350 på ny. Yderligere rentenedsættelser kan dermed ikke udelukkes, men det vil blandt andet afhænge af ECB's strategi gennem 2022. Risikoscenariet er et globalt aktiefald, som foranlediger en helt traditionel rebalancering af den vigtige pensions- & forsikringssektors valutaafdækning af sektorens udenlandske porteføljer, og en DKK-svækkelse.

Figur 1: Ny valutaprogno



Kilde: Bloomberg og Jyske Bank

Figur 2: DKK kræver en betydelig underrente for vedvarende at svækkes



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

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

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.

Tabel 1 - Ny valutaprogno	Q4-21	Δ	Q1-22	Δ	Q2-22	Δ	Q3-22	Δ
USD	6,27	0,0%	6,20	0,0%	6,20	0,0%	6,20	0,0%
EUR	7,435	0,0%	7,440	0,1%	7,438	0,0%	7,435	0,0%

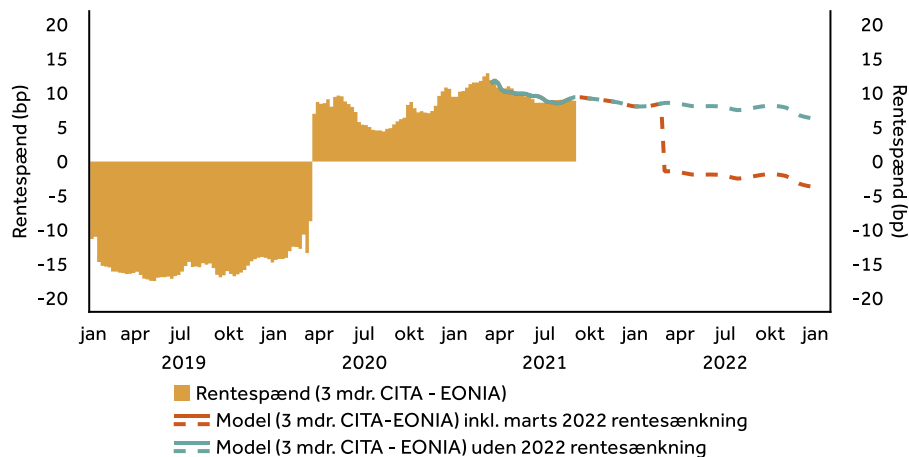
Kilde: Jyske Bank

Underrenten over for EUR næppe tilstrækkelig

Vores nye 2022-prognoser for overskudslikviditeten i Danmark og euroområdet ([her](#)) signalerer et rentespænd på pengemarkedet, som ikke forskyder sig væsentligt gennem året, jf. figur 3. Det betyder, at Nationalbanken drypvis fortsætter sin valutaintervention fra niveauet EUR 7,4360. En strategi, Nationalbanken naturligvis ufortrødent kan fortsætte med. Det er dog Jyske Banks vurdering, at Nationalbanken næste år udvider sine valutainterventioner med en selvstændig 10 bp rentesækning i marts 2022 (ny renteprognose [her](#)).

Figur 3: Selv en 10 bp rentenedsættelse giver ikke et væsentligt negativt spænd

Modelprognose for 3 mdr.'s CITA-EONIA rentespænd via likviditsforventninger til 2022



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

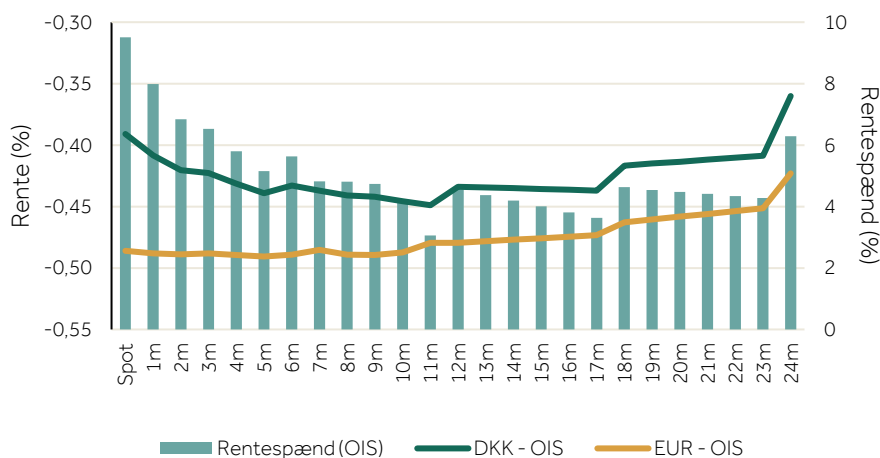
Nationalbanken: Ansvarsfordelingen i den økonomiske politik

"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](#))."

Konsekvenserne for valutaterminsspændet bliver et negativt rentespænd, men i begrænset omfang. De **helt korte terminer** venter vi periodisk handler i favør af DKK specielt omkring marts og september, hvor den danske likviditetssituation forventeligt er relativ stram. **Øvrige løbetider** venter vi handler med et svagt negativt rentespænd på maksimalt -10 bp.

Figur 4 – Markedet priser en meget flad rentespændskurve nær 5 bp i 2 år

Overnight Indexed Swaps (OIS)



Kilde: Bloomberg og Jyske Bank

Historisk har et negativt rentespænd nær -25 bp været forbundet med en svagere DKK, men hverken likviditetsforskelle mellem Danmark og Euroområdet,

en ensidig dansk rentesækning på 10 bp eller rentespændskurven understøtter et sådant scenario i 2022. I vores øjne er der således **ikke udsigt til, at underrenten over for EUR bliver tilstrækkelig til vedvarende at svække DKK.**

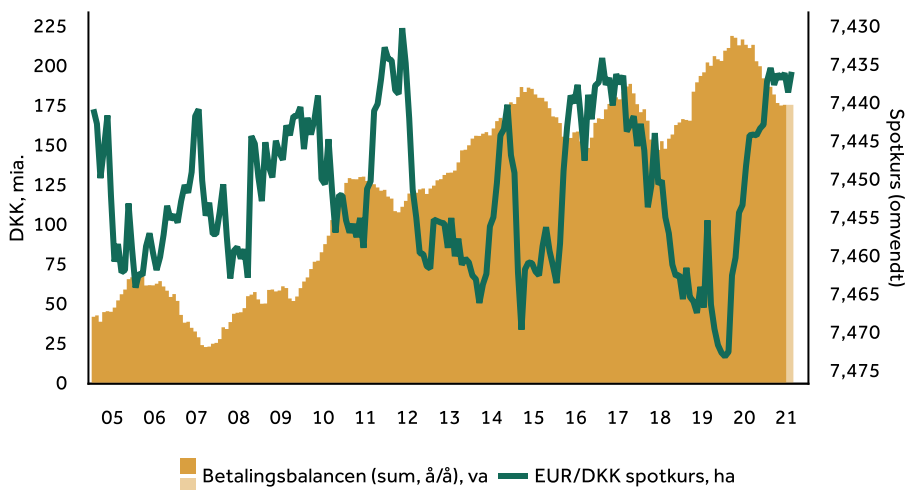
Danmark som lille-Schweiz betyder løbende køb af DKK

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 udsvingbåndet inden for Danmarks fastkursregime:

- Betalingsbalancen inkl. 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 5 – Nettoflow ind i Danmark og kronen siden Finanskrisen



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

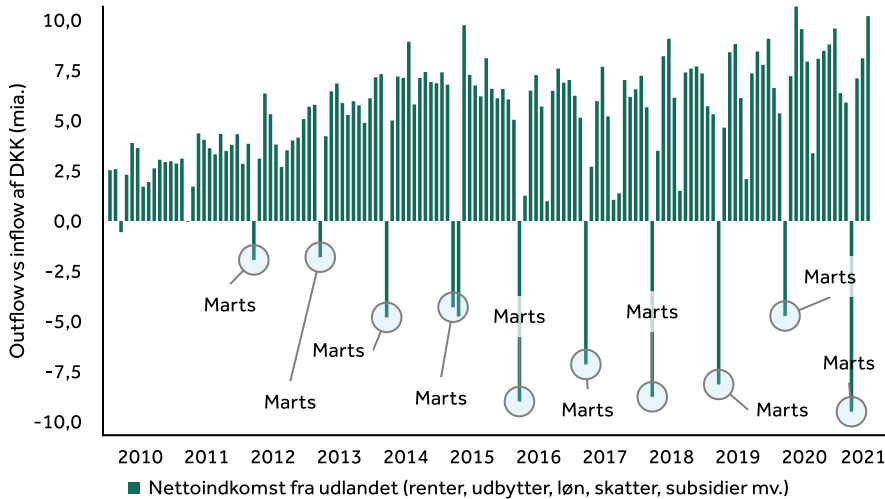
Det løbende inflow i DKK ser vi **modvirket af valutaintervention fra Nationalbanken**, og der er ingen automatisk eller naturlig grænse for, hvor megen fremmed valuta Nationalbanken kan, må eller vil opkøbe.

Danmarks store udlandsformue og stærke offentlige økonomi taler for, at Nationalbanken **strukturelt set har en lidt lavere rente end ECB** (aktuelt er begge indlånsrenter -0,5 %). Samlet set hælder vi derfor mest til, at Nationalbanken udvider brugen af valutaintervention med sit næste værktøj og sænker renten i 2022. Det er det logiske valg og i øvrigt en helt udramatisk standardreaktion i styringen af fastkurspolitikken.

Timing af den forventede rentenedsættelse har vi sat til **marts måned**, hvor den danske overskudslikviditet (nettostilling) er relativ stram og pengemarkedsrenterne derfor tilsvarende forhøjede og DKK stærk. Men timingen er ikke entydig.

Marts er således eneste måned, hvor Danmark oplever et outflow fra DKK via udnyttbetalinger, jf. figur 6. Danmark og DKK har et kontinuerligt inflow (køb af DKK) gennem årets øvrige 11 måneder.

Figur 6: Aktieudbytte i marts giver outflow... ellers inflow i DKK resten af året



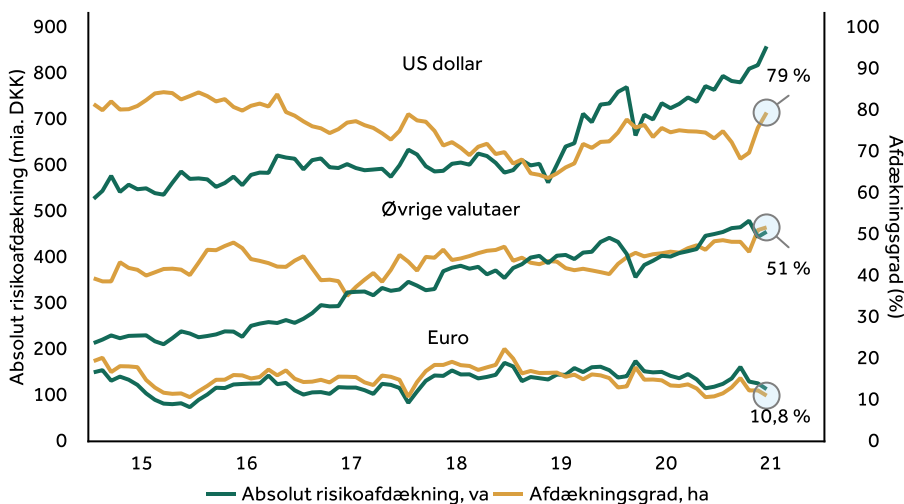
Kilde: Macrobond og Jyske Bank

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.

Risikoscenarie for DKK kommer fra globale aktier

Betydningen af Danmarks store pensions- & forsikringssektors (P&F) investeringer i udlandet kan næppe overvurderes. Valutaafdækningen af de udenlandske porteføljer og udbytter/dividender betyder køb af DKK. En aktiekorrektion bevirker modsat en lavere værdi af porteføljerne, og det vil igangsætte en rebalancering af porteføljernes valutaafdækning med salg af DKK.

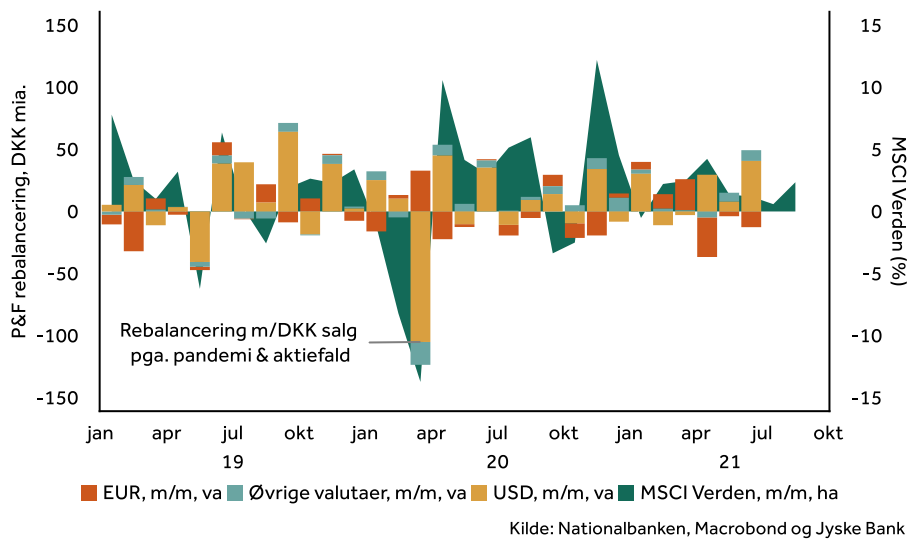
Figur 7: P&F-sektorens valutaafdækning. Evt. aktiekorrektion => DKK-salg



Kilde: Nationalbanken, Macrobond og Jyske Bank

Et nyt uventet makrochok eller en geopolitisk krise (f.eks. en direkte konfrontation mellem Iran vs. USA/Israel), som igangsætter en global nedjustering af risikoappetitten og aktiekursfald, ser vi som den primære risiko for en svækket DKK. 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 8.

Figur 8: Rebalancering tæt forbundet med aktiemarkedet



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

Vi forventer, at Nationalbanken sænker renten til marts 2022, hvorefter rentespændet mellem DKK og EUR ændrer sig til at blive svagt i favør af EUR, og ikke længere DKK. I vores øjne er risikoen en senere rentesækning end marts, og vi anbefaler derfor at rulle valutaterminer kort indtil efter nytåret.

Rul af EUR/DKK købt på termin

Vi forventer, at Nationalbanken sænker renten til marts 2022, hvorefter rentespændet mellem DKK og EUR ændrer sig til at blive svagt i favør af EUR, og ikke længere DKK. I vores øjne er risikoen en senere rentesækning end marts, og vi anbefaler derfor at rulle valutaterminer hen til marts 2022 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	Marts 2022

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 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.