

DKK stiger kraftigt

Nationalbanken afventende

Nordea Research, 3. september 2014

- EUR/DKK er på det laveste niveau i mere end to år – drevet af renteforskellen
- Nationalbanken i afventende position
- Stigende præference for kronelikviditet frem for eurolikviditet
- Anbefaling – køb af EUR på termin

Svag euro trækker EUR/DKK nedad

Den danske krone er på det stærkeste niveau i mere end to år over for euroen. I de sidste dage er EUR/DKK faldet ned under 7,4500 – et niveau, der ikke er set siden september 2012.

Det er (som næsten altid) renteforskellen mellem EUR og DKK, der dikterer udviklingen i spotkursen for EUR/DKK.

Offentliggørelsen i fredags af en meget lav inflation i Euro-zonen (+0,3% år/år), der øger frykten/risikoen for deflation, har forstærket markedsforventningerne om yderligere pengepolitiske lempelser fra ECB og derved øget det nedadgående pres på markedsrenterne i Euro-zonen. Den helt korte dag-til-dag rente i Euro-zonen, Eonia O/N, har således bevæget sig ned i negativt territorium de seneste dage, hvor den mandag fixede i rekord lave -1,3bp.

Nationalbanken i afventende position

Nationalbanken bekymrer sig næppe meget over styrkelsen af kronen. Efter at Nationalbanken de første fire måneder af året måtte forsvare en svag krone med intervention og selvstændig dansk renteforhøjelse i april samt fastholdt renterne i juni trods ECB's rentenedsættelse, så er EUR/DKK faldet i løbet af sommeren, så spotkursen er faldet til nationalbankens "comfort zone". Spotkursen er i tilpas afstand ikke blot fra

EUR/DKK – på det laveste niveau i mere end to år



Morten Hassing Povlsen
 Chefanalytiker
 Risk Advisory
 +45 3333 1726
 morten.povlsen@nordea.com

Niels Christensen
 Chefanalytiker
 Risk Advisory
 +45 3333 3604
 n.christensen@nordea.com

Renteforskellen dikterer retningen i EUR/DKK

EUR/DKK endnu indenfor Nationalbankens "comfort zone"

Fokus på ECB's rentemøde og
TLTRO

forårets højder (over 7,4650), der historisk har været toppen for EUR/DKK, men også fra den centrale paritet (7,46038).

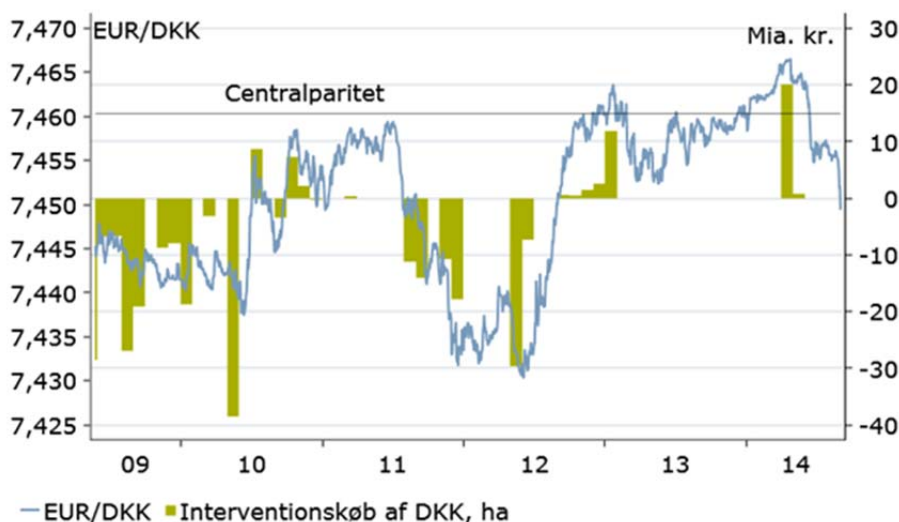
På den korte bane retter fokus sig mod rentemødet i ECB på torsdag (den 4. september) og på den annoncerede likviditetstildeling – TLTRO – den 18. september.

I Nordeas nye prognose ventes ECB at fastholde renterne i hele prognoseperioden, som løber til og med 2016. Nationalbanken ventes at hæve renterne marginalt i 2. halvår næste år. Dermed venter vi ingen pengepolitiske tiltag fra ECB ved rentemødet i september.

Risiko for yderligere
kronestyrkelse

Risikoen er dog, at hvis ikke ECB-chef Draghi formår at dæmpe markedsforsventningerne til yderligere lempelser på rentemødet i morgen (4. september) og efterspørgslen er stor efter EUR-likviditet den 18. september, så kan det fastholde det nedgående pres på pengemarkedsrenterne i Eurozonen og derved øge renteforskellen mellem DKK og EUR med yderligere kronestyrkelse til følge. Dette kan få Nationalbanken på banen for at svække kronen, hvilket i første omgang vil være via valutaintervention, som heller ikke blev anvendt i august. En rentenedsættelse kan dog blive nødvendigt, men vi vurderer, at Nationalbanken indtil videre vil afvente.

EUR/DKK og valutaintervention



Kilde: Nordea Markets og Macrobond

Nationalbanken vil tillade større
fald i EUR/DKK før indgreb end
tidligere

Konkret vurderer vi, at Nationalbanken næppe vil forsøge at dæmpe/stoppe kronestyrkelsen (faldet i EUR/DKK), så længe EUR/DKK er over 7,4400. Dette er dog ikke helt i tråd med Nationalbankens valutaintervention i 2011. Dengang intervererede Nationalbanken, da EUR/DKK faldt under 7,45 – ligesom renterne gradvist blev nedsat. Vores vurdering bygger på, at:

1. Nationalbankens renter var over 1 procentpoint højere i 2011, og indskudsbevisrenten aktuelt kun er 0,05%, hvorved en rentenedsættelse vil bringe den i negativt territorium igen, hvilket ikke synes at være i Nationalbankens interesse.
2. Da kronen var under pres i foråret, da afventede Nationalbanken i en lang periode med EUR/DKK over centralpariteten, før der blevet grebet ind. Dette kan tyde på, at Nationalbanken vil lade EUR/DKK

svinge noget mere end tidligere, før der gribes ind – og i så fald aktuelt lade EUR/DKK falde noget mere end tidligere set, før intervention og rentenedsættelse vil komme på tale.

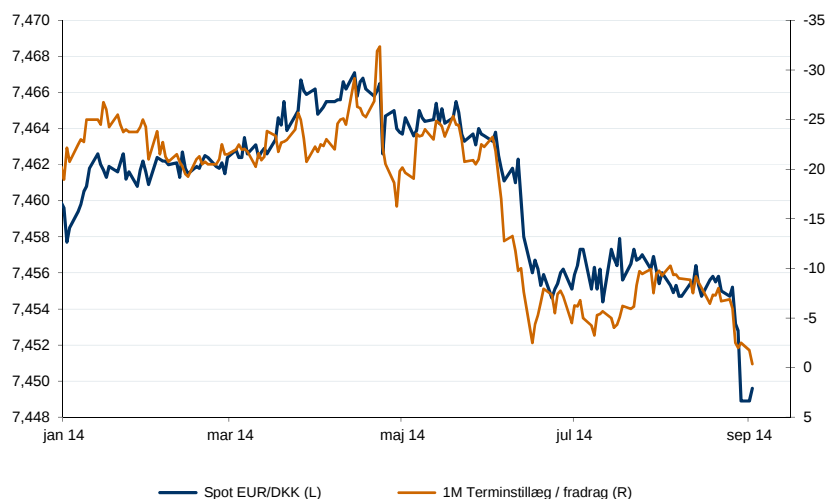
Massiv kapitalindstrømning kan få Nationalbanken på banen

Et meget hurtigt fald i EUR/DKK ned under 7,4400 på ryggen af kapitalindstrømning i størrelsesordenen DKK 10-15 mia. ville dog være et scenario, hvor valutamarkedet ville begynde at forvente indgreb fra Nationalbanken.

Stor sammenhæng mellem EUR/DKK og renteforskellen

Udviklingen i renteforskel er tydeligt illustreret med udviklingen i terminskursen. I grafen nedenfor ses den store sammenhæng mellem spotkursen og renteforskellen (terminskursen).

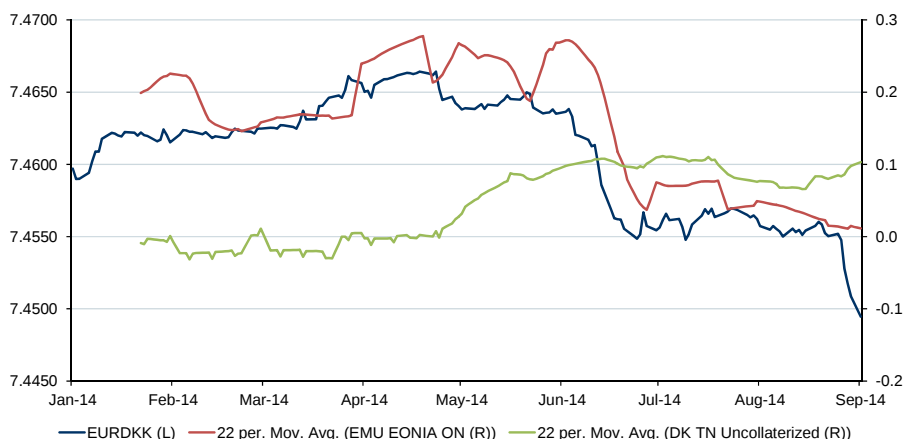
EUR/DKK – spot og terminskurs



Stor korrelation mellem EUR/DKK og renteforskellen

Specielt er EUR/DKK og terminerne drevet af renteforskellen mellem dag-til-dag renterne i DKK og EUR, dvs. af DKK T/N-renten og Eonia O/N. Dette ses nedenfor, hvor der er en tydelig sammenhæng mellem faldet i Eonia O/N (22 dages snittet) og faldet i EUR/DKK siden ECB's rentemøde den 5. juni, mens DKK T/N-renten har været meget mere stabil siden da.

EUR/DKK og dag-til-dag renter i EUR og DKK (22 dages gennemsnit)



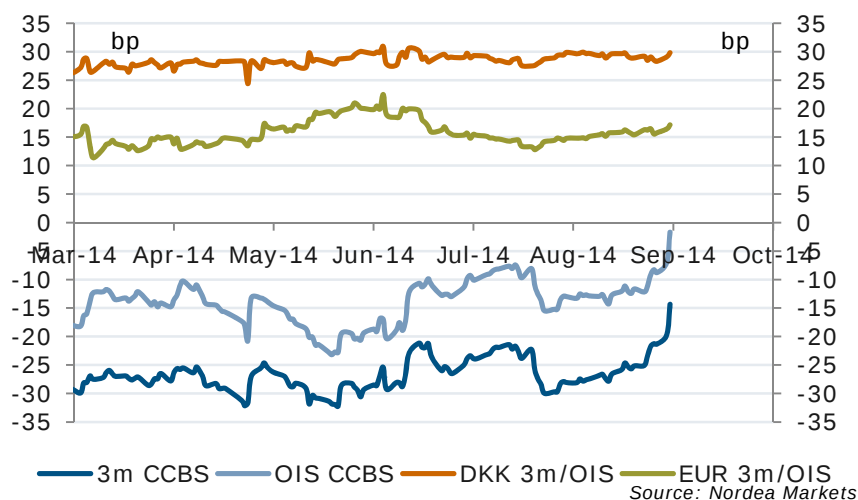
Basis swap markedet viser efterspørgsel efter DKK

Stigende præference for kronelikviditet

En anden måde at se sammenhængen mellem EUR/DKK og de helt korte pengemarkedsrenter er at se på basis swap markedet, hvor EUR/DKK basis spænd også er indsnævret (dvs. er blevet mindre negativt pga. stigende præference for kronelikviditet frem for eurolikviditet). Dette ses mest tydeligt i 3m EUR/DKK basis spændet, som har en klar sammenhæng med 3m EUR/DKK OIS spændet samt 3m/OIS spændene i EUR og DKK.

$$3m \text{ CCBS EUR/DKK} = \text{OIS CCBS EUR/DKK} + \text{EUR 3m/OIS} - \text{DKK 3m/OIS}$$

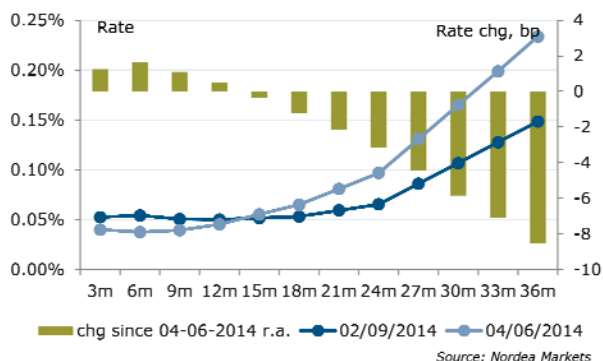
(3 måneders løbetid)



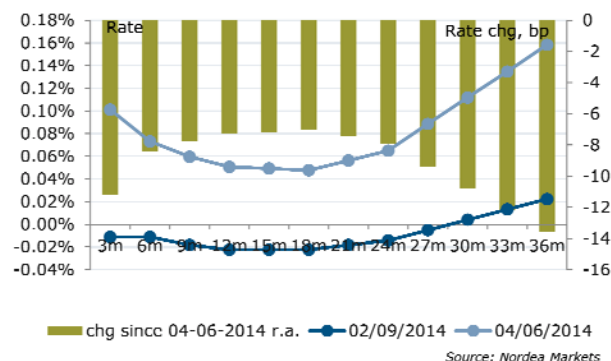
Den korte end mest påvirket

EUR/DKK basisspændene er altså indsnævret mest for de helt korte løbetider pga. DKK-EUR rentespændudvidelsen, men effekten kan også registreres for løbetider ud til 3 år. Dette skyldes, at Eonia-kurven er faldet betydeligt til et noget lavere renteniveau siden ECB's rentemøde den 5. juni, mens rentefaldet i Cita-kurven er noget mere begrænset.

Cita-kurve



Eonia-kurve



Terminsfradragene skrumper

Nordea forventer ikke at EUR/DKK ligger under 7,4450 om 1 år – køb EUR på termin

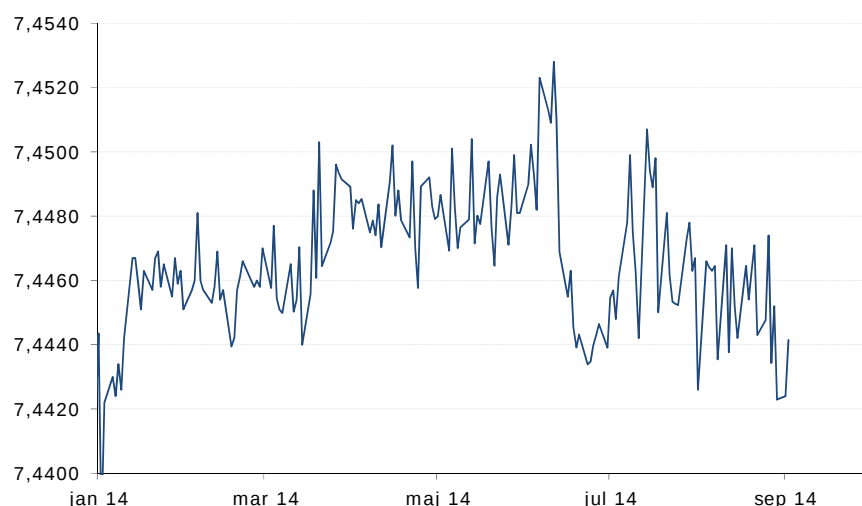
Anbefaling – køb af EUR på termin

Selvom terminsfradragene er faldet på det seneste og på de korte løbetider er blevet til små terminstillæg, så anbefaler vi virksomheder med EUR-udgifter at overveje afdækning på den lange bane.

Det seneste store fald i spotkursen mere end opvejer faldet i terminsfradraget. Det betyder at terminskursen på fx 12 måneders sigt ligger under 7,4450, mens denne terminskurs tidligere på året (om end kortvarigt) har været oppe over 7,4500 – se graf nedenfor.

Vi forventer ikke, at EUR/DKK spotkursen ligger under 7,4450 om 12 måneder. Skulle spotkursen fortsætte nedad, så anbefaler vi at øge afdækningsgraden endnu mere, hvis terminskursen på 12-måneders sigt skulle bevæge sig ned under 7,4400. De seneste 10 år har EUR/DKK kun ligget under 7,4400 i 10% af tiden og meget sjældent og yderst kortvarigt været under 7,4300.

EUR/DKK terminskurs – 12-mdr. løbetid



Nordea Markets er en fælles betegnelse for afdelingerne Markets i Nordea Bank Norge ASA, Nordea Bank AB (publ), Nordea Bank Finland Plc og Nordea Bank Danmark A/S. Oplysningerne i dette materiale er udelukkende ment som generel information og henvender sig alene til de modtagere, som materialet er rettet mod. Vurderinger samt øvrige oplysninger i materialet er gældende pr. udgivelsesdatoen og kan ændres uden varsel.

Dette er ikke en udtømmende beskrivelse af det omtalte produkt eller de dermed forbundne risici, og der gives ingen garanti for, at oplysningerne er nøjagtige eller komplette. Materialet er gennemgået omhyggeligt, og vurderingerne er foretaget efter vores bedste skøn. Oplysningerne i dette materiale er ikke investeringsrådgivning og skal ej heller ses som et tilbud om eller en opfordring til køb eller salg af finansielle instrumenter. Oplysningerne heri tager ikke højde for bestemte modtageres investeringsformål, finansielle situation eller behov. Det tilrådes altid at indhente relevant og konkret professionel rådgivning, inden der træffes investerings- eller kreditbeslutninger. Det bemærkes, at historiske afkast ikke er nogen garanti for fremtidige afkast. Nordea Markets er ikke rådgiver for så vidt angår juridiske, skattemæssige, regnskabsmæssige eller lovgivningsmæssige forhold. Dette dokument må ikke gengives, distribueres eller offentliggøres uden forudgående skriftligt tilsagn fra Nordea Markets.