

Markedsanalyse

11. marts 2015

Pres på kronen – årsager og konsekvenser

Af Peter Rixen

| Senior Porteføljemanager | peter.rixen@skandia.dk |

Det har været en meget begivenhedsrig start på det danske obligationsmarked i 2015. Den Europæiske Centralbank annoncerede i januar et kæmpe obligationsopkøbsprogram, der pressede de europæiske renter ned i rekordlave niveauer. I Danmark tog begivenhederne for alvor fart i 2015 efter den schweiziske centralbank opgav at forsvare dets kursloft mod euroen. Det medførte et kraftigt opadgående pres på den danske krone, hvilket resulterede i en lang række rentesænkninger fra den danske nationalbank. I skrivende stund er presset på kronen aftaget, men begivenhederne har været så dramatiske at det er relevant at kigge lidt nærmere på både baggrund og konsekvenser.

Nationalbanken har i mere end 30 år ført en fastkurspolitik, hvor kronens værdi fastholdes i forhold til euroen (tidligere den Tyske D-mark). Kronen er løbende blevet styrket mod euroen siden sidste sommer, men fastkurspolitikken kom for alvor under pres, da den schweiziske centralbank opgav dets forsvar af kursloftet mod euroen. Det er illustreret i graf 1 herunder.

Graf 1 | Historisk udvikling i EURDKK



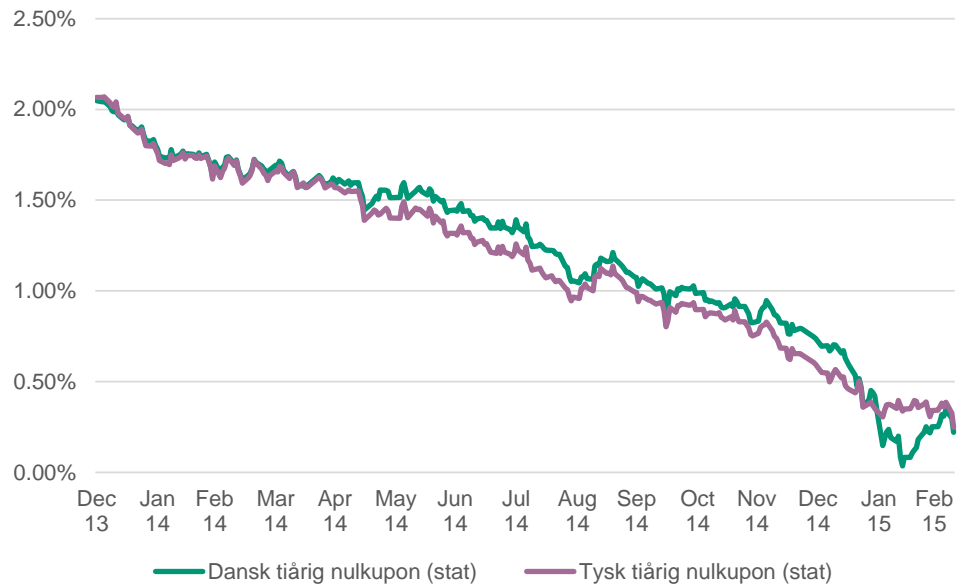
Kilde: ECB

Markedsanalyse

11. marts 2015

Nationalbanken har imidlertid ikke i sinde at lade 30 års arbejde gå fløjten, blot fordi investorer har set en mulighed for at spekulere i en stærkere danske krone. Det har fået Nationalbanken til at sænke de ledende renter fire gange siden nytår, så indskudsbevisrenten nu er -0,75 procent. Samtidig har Nationalbanken indstillet udstedelsen af statsobligationer for resten af året. Det har ført til et markant fald i det danske renteniveau, hvilket er forstærket af, at den europæiske centralbank i januar annoncerede et kæmpe program for opkøb af obligationer. I graf 2 har vi illustreret udviklingen i den danske og tyske tiårige rente de seneste par år.

Graf 2 | Renteudvikling i Danmark og Tyskland



Kilde: Nordea Analytics

Lige nu ser det ud, til at Nationalbanken har vundet kampen i forsvaret for den danske fastkurspolitik. I hvert fald er kronen svækket så den nu er en anelse svagere end centralpariteten mod euroen (7,46038). Det har også fået de lange danske renter til at nærme sig de tyske.

Det er dog alt for tidligt at droppe fokussen på uroen omkring den danske krone. Det kan ikke udelukkes at den seneste svækkelse blot er et resultat af, at spekulanter og investorer afventer bedre muligheder for atter at kaste sig over den danske krone. Uanset hvad, så har det massive fald i renterne naturligvis stor betydning for de fremtidige afkastmuligheder på de finansielle markeder og dermed investorenes beslutning om allokering til de forskellige aktivklasser. Samtidig har risikoen for, at Danmark må opgive fastkurspolitikken også en stor betydning for fremtidige investeringsbeslutninger.

Hvorfor er der pres på den danske krone?

Det opadgående pres på den danske krone kan i princippet skyldes tre forskellige forhold:

- Investeringer
- Spekulation
- Frygt

De **investeringsmæssige** grunde skal som udgangspunkt baseres på, at udenlandske og for den sags skyld også danske investorer vurderer, at danske aktiver (aktier og/eller obligationer) udgør en attraktivt investeringsmulighed.

Det er ikke nogen hemmelighed, at det danske aktiemarked i mange år har været et af de allerbedst performende i hele verden. Det danske aktiemarked fylder dog relativt lidt i forhold til den danske økonomi, og det er derfor svært at forestille sig, at efterspørgslen efter danske aktier isoleret kan skabe et opadgående pres på den danske krone.

Der er heller ingen tvivl om, at danske obligationer er blevet en efterspurgt vare efter den globale finanskrisen. Antallet af lande med en AAA rating er faldet mærkbart, hvilket har reduceret mængden af obligationer med den højeste kreditvurdering. Samtidig er Danmark et af de få vestlige lande, der er kommet gennem finanskrisen uden at se en voldsom udvikling i den offentlige gæld. Da de danske obligationer samtidig har tilbudt en effektiv rente, som har været højere end eksempelvis den tyske, er det ikke svært at forstå, hvorfor investorerne har kastet søgelyset mod de danske obligationer.

Vi har endnu ikke set data for udlandets beholdning af danske værdipapirer fra januar, men der er intet i tallene fra 2014, som tyder på en ekstra stor investeringslyst efter danske obligationer. Udlandets nominelle beholdning af danske obligationer steg dog med 30 milliarder i december måned, hvilket er noget større end normalt. Det skal dog holdes op mod, at den faldt med godt 10 milliarder i november.

Investering sker normalt ud fra mere overordnede porteføljetragtninger. Med Danmarks lange historik for fastkurspolitik in mente, vil mulige valutagevinster typisk ikke indgå i disse investeringsovervejelser. I stærk kontrast til dette står **spekulation**. Her drives investorerne af kortsigtede forventninger til de finansielle markeder i håb om hurtige og store gevinster.

Da den schweiziske centralbank i januar opgav forsvaret af deres valuta, var det oplagt for spekulanterne at kaste blikket mod deres næste offer. Her var det selvfølgelig nærliggende at kigge på et land, som har ligheder med Schweiz – et land med en åben økonomi, styr på finanserne og en fastkurspolitik. Dem er der ikke mange af rundt omkring i verden, og derfor falder blikket naturligt på Danmark. For spekulanterne rummer Danmark den ekstra fordel i forhold til Schweiz, at vores fastkurspolitik er tosidet. Det skal forstås på den måde, at vi hverken accepterer en svagere eller stærkere valuta i forhold til euroen. Det gør det mere sikkert at spekulere mod kroner, fordi man ikke risikerer en kraftig svækkelse af kronen i forhold til euroen. Spekulanterne mod den schweiziske franc risikerede derimod en svækkelse af francen, hvilket ville have medført massive tab.

Det har samtidig været meget billigt at spekulere i en stærkere krone i forhold til euroen. Reelt behøvede spekulanterne blot at indgå en terminkontrakt på køb af danske kroner. Da renteforskellen mellem euro og danske kroner var meget tæt på nul, var det næsten gratis at spekulere i en stigende krone, hvilket er graf 3 afspejler.

Markedsanalyse

11. marts 2015

Graf 3 | Terminspræmie i EURDKK på ét år målt i procent



Kilde: Bloomberg

Med den store rentenedsættelse fra Nationalbanken er omkostningen vokset betragteligt. På et tidspunkt var omkostningen ved at spekulere mod den danske krone oppe på mere end én procent om året. Det er fortsat en relativt lille betaling, hvis man håber og tror på en markant styrkelse af kronen. I takt med at presset på kronen er aftaget er omkostningen ved at spekulere mod den danske krone faldet til omkring 0,65 procent om året.

Den sidste årsag til det opadgående pres på kronen kan skyldes **frygt**. For danske investorer vil det have meget alvorlige konsekvenser, hvis fastkurspolitikken opgives til fordel for en stærkere krone. Det skyldes, at værdien af alle udenlandske aktiver øjeblikkeligt vil blive reduceret svarende til den eventuelle stigning i kronens værdi. De fleste institutionelle investorer har en meget stor andel af udenlandske aktiver, hvorfor tabene kan blive massive. Det er specielt den finansielle sektor, som for alvor kan komme i problemer i sådan en situation, da tabene i værste fald kan true selskabernes eksistens. Det er derfor en mulighed, at danske investorer på grund af frygten for en stærkere krone har afdækket valutarisikoen på udenlandske aktiver eller alternativt solgt ud af de udenlandske aktiver. Det vil i givet fald have medvirket til det opadgående pres på kronen.

Uanset om det er den ene eller anden grund, som ligger bag ved det opadgående pres på kronen, så er forholdene relateret til hinanden.

Nationalbanken har som tidligere skrevet, sænket indskudsbevisrenten til -0,75 procent for at øge omkostningen ved at spekulere i en stigende dansk krone. Paradoksalt nok har det imidlertid haft den effekt for en udenlandsk investor, at gevinsten ved at investere i korte danske realkreditobligationer steg relativt til at købe tyske realkreditobligationer.

Det kan umiddelbart lyde mærkeligt, da renten på de danske realkreditobligationer jo også er faldet relativt til de tyske realkreditobligationer. En udenlandsk investor kan imidlertid opnå en gevinst ved på forhånd at afdække valutarisikoen på danske kroner på termin. Derved opnår han den præmie spekulanterne betaler for at spekulere i en stigende krone. I graf 4 har vi illustreret forskellen mellem den effektive

rente på etårige danske og tyske statsobligationer sammenholdt med terminspræmien på EURDKK.

Graf 4 | Terminspræmie på EURDKK og danske / tysk realkreditrentespænd



Kilde: Bloomberg og Nordea Analytics

Så længe rentespændet mellem de danske og tyske etårige realkreditobligationer er højere end terminstillægget, så har udenlandske investorer et økonomisk incitament til at købe danske realkreditobligationer frem for tyske. Grafen viser, at udenlandske investorer typisk har kunnet opnå en gevinst på 0,05-0,1 procent om året ved køb af de danske obligationer. Det er givetvis en kompensation for en lidt lavere likviditet i de danske obligationer. Imidlertid er det også tydeligt, at fordelene voksede betragteligt i februar måned, så gevinsten på et tidspunkt var højere end 0,4 procent om året. Aktuelt er gevinsten atter højere end normalt med godt 0,3 procent.

Det ekstra incitament, der opstod til at købe danske realkreditobligationer, er delvist et resultat af, at renteforskellen mellem realkreditobligationer og statsobligationer steg kraftigt i forlængelse af Nationalbankens rentesænkninger. Det er illustreret i graf 5 på næste side.

Den kraftige udvidelse af rentespændet mellem realkreditobligationer og statsobligationer viser også, hvor svært det kan være for Nationalbanken at håndtere et massivt pres på kronen. Det lykkedes dem at gøre det meget dyrere at spekulere mod kronen, men øgede samtidig incitamentet til at investere i danske realkreditobligationer. Det er også en af grundene til, at der blev spekuleret i, at Nationalbanken ville introducere et program for opkøb af danske realkreditobligationer, da presset på kronen var størst.

I og med at presset på den danske krone er lettet, så er spændet mellem statsrenten og realkreditrenten kørt en anelse ind igen. Rentespændet er dog stadig meget højt set i et historisk perspektiv.

Markedsanalyse

11. marts 2015

Graf 5 | Rentespænd mellem etårige danske realkreditrenter og statsrenter i Danmark



Kilde: Nordea Analytics

Er presset på kronen fundamentalt berettiget?

Presset på den danske krone var givetvis et resultat af, at vi, som tidligere nævnt, på mange måder ligner Schweiz. Vi er en åben økonomi med fastkurspolitik og har samtidig godt styr på finanserne. Det er dog en meget overfladisk analyse for at konkludere, at det giver mening med en stærkere dansk krone.

På lang sigt bør valutamarkedet udligne valutaernes købekraft. Det vil derfor være nærliggende at betragte den købekraftsjusterede udvikling i EURDKK. Det har vi gjort i graf 6 på næste side.

Grafen viser, at danske kroner i mere eller mindre hele perioden har været overvurderet i forhold til den købekraftsjusterede valutakurs. Der var kun en meget kort periode omkring finanskrisen, hvor kronen var svagt undervurderet i forhold til euroen. Det var efter en periode, hvor inflationen i Danmark var lavere end i Eurozonen. Efter finanskrisen har inflationen i Danmark dog ligget over niveauet i Eurozonen, hvilket har svækket den købekraftsjusterede valutakurs.

Det er nærliggende at lave den samme analyse for Schweiz, som jo måtte opgave at forsvare dets valuta mod en styrkelse. Vi har valgt også at inkludere Sverige i denne sammenligning. Sverige er også en meget åben økonomi, har sunde offentlige finanser, men de fører til gengæld ikke en fastkurspolitik, og man har derfor set betydelige valutaudsving de seneste år.

Markedsanalyse

11. marts 2015

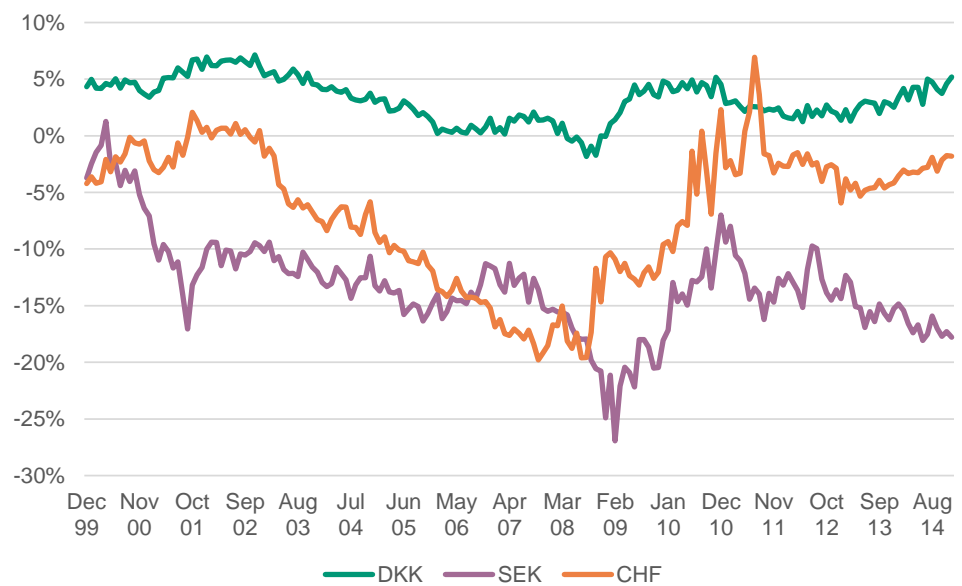
Graf 6 | Købekraftsjusteret EURDKK



Kilde: Bloomberg

I graf 7 har vi illustreret over- og undervurderingen af de tre valutaer i forhold til euroen i dette årtusinde. Det er meget tydeligt, at danske kroner har været overvurderet (for dyr) i det meste af perioden. Derimod har schweizerfrancen været markant undervurderet (for billig) i store perioder. Således var den også svagt undervurderet, da den schweiziske centralbank i januar måtte opgive at fastholde den øvre grænse over for euroen. Det betyder samtidig, at schweizerfrancen nu er overvurderet (dette fremgår ikke af grafen, da data kun er tilgængelig frem til ultimo 2014).

Graf 7 | Over- / undervurdering i forhold til euro



Kilde: Bloomberg

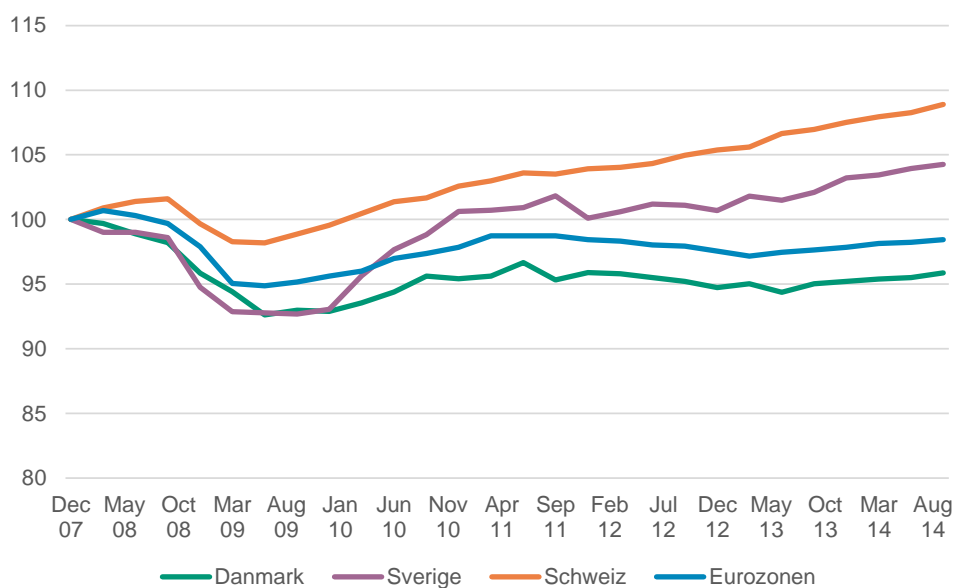
Markedsanalyse

11. marts 2015

Det er også bemærkelsesværdigt, at den svenske krone er markant undervurderet i forhold til euroen. På trods af dette er den svenske krone blevet svagere og svagere gennem de sidste fire år.

Købekraftspariteten gælder typisk kun på lang sigt. På den lidt kortere bane er der også andre økonomiske parametre, der er relevante at vurdere i forhold til valutakurserne. En af disse parametre er økonomisk vækst. I graf 8 har vi illustreret den økonomiske vækst i Danmark, Schweiz, Sverige og Eurozonen tilbage fra begyndelsen af finanskrisen.

Graf 8 | Udvikling i BNP (real)



Kilde: Bloomberg

Det er ret tydeligt, at dansk økonomi langt fra fremstår som en økonomi, som kører på alle cylindere. BNP er fortsat lavere end niveauet før finanskrisen. Både Sverige og ikke mindst Schweiz står i stærk kontrast til dette. Det er et tydeligt tegn på, at disse økonomier i højere omfang vil være i stand til at absorbere en stærkere valuta.

Evnen til at absorbere en stærkere valuta afhænger også af landets betalingsbalance. På den parameter er Danmark mere i tråd med både Sverige og Schweiz. Alle landene har et overskud på godt seks procent af BNP.

Det er også et tegn på, at de økonomiske udfordringer i højere grad er præget af mangel på indenlandsk forbrug og investeringer.

Alt i alt så er det meget svært at se de økonomiske realiteter, der bør berettige en stærkere dansk krone. Specielt set i lyset af, at vores naboland Sverige de seneste år har oplevet en pæn svækkelse af svenske kroner. Danmark står muligvis en anelse stærkere end eurozonen, når der måles på betalingsbalancen, men overordnet set er der ikke nogen økonomisk berettigelse for en stærkere krone relativt til euroen.

Der er to implikationer af det manglende økonomiske grundlag for en stærkere dansk krone. For det første er det svært at forestille sig et længerevarende pres, uden at der er reelle økonomiske fundamentale forhold, der taler for en stærkere

krone. For det andet vil det på længere sigt betyde, at selv hvis fastkurspolitikken opgives, så vil kursen på længere sigt bevæge sig relativt til de økonomiske forhold, hvilket ikke taler for en stærkere valuta end i dag.

Hvad er de mulige konsekvenser?

Renterne i Europa nåede nye rekordlave niveauer, da Den Europæiske Centralbank i sidste halvdel af januar offentliggjorde et overraskende stort opkøbsprogram af obligationer. I Danmark blev rentefaldet forstærket af Nationalbankens indsats for at fastholde den danske fastkurspolitik. Samlet betyder det ikke alene, at de danske renter nu generelt er lavere end de tyske, men også at de danske statsrenter er negative helt ud omkring seks års løbetid.

Det er klart, at det meget lave renteniveau har og vil få konsekvenser for investorerne. I første omgang har den mest mærkbare konsekvens været massive kursstigninger på de danske obligationer med lang restløbetid. Alene i år er den tiårige danske statsobligation steget med fem procent, da renten bundede den 12. februar. De meget positive obligationsafkast luner umiddelbart hos investorerne, men der er en bagside af medaljen. Fremadrettet vil pengene blive investeret til en lavere forrentning end tidligere.

Om det samlede regnestykke ender med et plus eller et minus er forskelligt fra investor til investor. Generelt kan man dog sige, at rentefaldet har været en fordel for investorer, der har en kortere investeringshorisont end varigheden på deres obligationsportefølje. Det skyldes, at den lavere fremtidige forrentning ikke når at "spise" de kursstigninger, der har været i porteføljen.

Omvendt vil rentefaldet ramme investorer, der har haft en kortere varighed end deres investeringshorisont. Det skyldes, at de opnåede kursgevinster ikke kan kompensere for den lavere fremtidige forrentning. Disse investorer bør derfor håbe på, at renterne snart begynder at stige igen – også selvom det vil betyde kurstab på deres obligationsbeholdning.

Rentefaldet har dog også andre effekter end dem, som kan observeres direkte på obligationsporteføljen. De lavere renter bør stimulere et øget forbrug og investeringer. Det vil være med til at understøtte den danske økonomi, der siden finanskrisen har haft svært ved at komme op i et højere gear.

Højere økonomisk vækst bør være en fordel for de danske virksomheder og dermed også bidrage til en bedre udvikling på det danske aktiemarked. Men nu er det jo ikke kun i Danmark, vi oplever lavere renter. Det er mere eller mindre et globalt fænomen. Der er derfor begrundet håb om, at vi generelt vil se en højere global økonomisk vækst de kommende år. Dette vil yderligere blive forstærket af det meget markante fald i olieprisen. Det er således ikke kun det danske aktiemarked, der vil blive understøttet af det lave renteniveau.

En fortsat fremgang på de globale aktiemarkeder kan forhåbentlig kompensere for den lavere forrentning på obligationsinvesteringerne.

Alt dette er dog under forudsætning af, at det lykkes Nationalbanken at forsvare fastkurspolitikken. Er dette ikke tilfældet, står vi foran et anderledes og langt mere dystert scenarie. Hvis kronen bliver styrket overfor euroen, og dermed også alle andre valutaer, vil danske investorer opleve tab på alle deres udenlandske investeringer. Det er meget svært at spå om størrelsen af sådanne tab, men realistisk set vil det være et sted mellem 5 og 20 procent.

En stærkere krone vil også ramme dansk økonomi og dermed det danske aktiemarked. Det skyldes, at erhvervslivets konkurrenceevne vil blive svækket med en styrkelse af den danske krone. Det vil naturligt føre til lavere vækst og mindre indtjening hos virksomhederne. Aktiemarkedet vil øjeblikkeligt reagere på dette, og et kursfald på 10 til 20 procent vil være realistisk.

Investeringsmæssige overvejelser

Som investor er det centralt, at man løbende forholder sig til den verden, man lever i, og de risici og muligheder det indebærer.

Det kraftige rentefald har alt andet lige en negativ konsekvens for investorer, der har haft en lavere varighed på deres obligationsportefølje end deres investeringshorisont. Det betyder, at de forventet set vil opnå et lavere fremtidigt afkast. Det kan give anledning til at revidere investeringspolitikken med henblik på at sikre, at den fortsat er i overensstemmelse med målsætningen for porteføljen.

Der er flere håndtag, man som investor kan dreje på. En mulighed er fremadrettet at påtage sig en højere risiko for dermed at kompensere for det forventede lavere afkast på obligationer. Det vil dog samtidig medføre højere risiko for, at målsætningen for investeringerne ikke bliver realiseret.

En anden mulighed er at justere målsætningen for investeringen, så de er i bedre tråd med de aktuelle forhold på de finansielle markeder. Så kan man samtidig håbe på, at renterne vender tilbage til et mere normalt niveau, som igen vil gøre den gamle målsætning realistisk.

Ovenstående er mere strategiske overvejelser. Det aktuelle pres på kronen rummer imidlertid også behov for at foretage en række mere taktiske overvejelser. Det kan enten være af mere offensiv eller defensiv karakter.

De defensive overvejelser bør primært gå på at sikre porteføljen i forhold til et brud på Danmarks fastkurspolitik. Det kan eksempelvis ske ved at reducere størrelsen af de udenlandske investeringer eller foretage en afdækning af valutarisikoen. I Skandia tror vi på, at fastkurspolitikken bliver fastholdt, men det ændrer ikke ved, at vi også aktivt har forholdt os til risikoen for, at det modsatte sker, og hvilke forholdsregler vi så skal tage.

De mere offensive overvejelser går på at kompensere for det forhold, at den danske rente nu er lavere end den tyske. En mulighed for at kompensere for dette er meget naturligt at øge investeringen i tyske eller andre europæiske obligationer på bekostning af danske. En anden tilgang med nogenlunde samme resultat vil være at beholde de danske obligationer men samtidig sælge danske kroner mod euro på termin.

Der er ikke noget rigtigt eller forkert i den aktuelle situation. Det eneste forkerte vil være ikke aktivt at forholde sig til den verden, vi lever i.

Konklusion

Den danske krone er kommet under et opadgående pres i forhold til euroen. Det står ikke helt klart, om dette pres er drevet af udenlandske investorer, spekulanter eller frygt blandt de danske investorer. Konsekvenserne er dog ret tydelige. Nationalbanken har nedsat indskudsbevisrenten og er samtidig stoppet med at udstede statsobligationer for resten af 2015. Det har drevet de danske renter ned under de tyske renter og betyder også, at danske statsrenter nu er negative ud til seks år.

Det er meget svært at finde de fundamentale forhold, der taler for en stærkere dansk krone. Det hjælper ikke meget på den korte bane, men det bør alt andet lige betyde, at det er mere realistisk, at Danmark kan fastholde sin fastkurspolitik. Dermed kan vi på sigt forhåbentlig også få en normalisering af de danske renter i forhold til Tyskland. At vi så generelt må forlade os på meget lave europæiske renter i en årrække, er en helt anden sag.

Det lave renteniveau vil for de fleste investorer betyde, at afkastet på deres obligationsinvesteringer bliver lavere end forventet. Forhåbentlig vil det lave renteniveau kombineret med faldet i olieprisen være med til at stimulere både den danske og globale økonomi. Det bør understøtte aktiemarkederne og i et vist omfang kompensere for de lavere forventede afkast på obligationer.

Med et lavere forventet afkast på obligationsporteføljen kan det være at investeringsmålsætningen ikke længere er realistisk. Det gør det relevant at vurdere, om der er behov for at justere i investeringspolitikken enten i form af at øge risikoen eller nedjustere målsætningen for at skabe overensstemmelse mellem risiko og målsætning.

Der er også en række mere taktiske forhold, man kan vurdere, enten i form af at gardere sig mod et sammenbrud i fastkurspolitikken eller at udnytte en tro på at fastkurspolitikken holder.

Dette materiale er udarbejdet af Skandia Asset Management Fondsmæglerselskab A/S (i det følgende "Skandia").

Materialet er til personlig orientering for de investorer, som Skandia har udleveret materialet til. Materialet er baseret på offentligt tilgængelige oplysninger samt egne beregninger baseret herpå. Skandia påtager sig intet ansvar for rigtigheden, nøjagtigheden eller fuldstændigheden af informationerne i materialet. anbefalinger skal ikke opfattes som tilbud om køb eller salg af de pågældende værdipapirer, og Skandia påtager sig intet ansvar for dispositioner foretaget på baggrund af oplysninger i materialet.

Oplysninger i materialet om historiske afkast, simulerede historiske afkast, fremtidige afkast eller kursudvikling kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast. Afkast og/eller kursudvikling kan blive negativ. Gevinster kan blive forøget eller formindsket som følge af udsving i valutakurser. Såfremt materialet indeholder oplysninger om en særlig skattebehandling, skal investorer være opmærksomme på, at skattebehandlingen afhænger af den enkelte investors individuelle situation og kan ændre sig fremover. Såfremt materialet indeholder oplysninger baseret på bruttoafkast, kan gebyrer, provisioner og andre omkostninger påvirke afkastet i nedadgående retning.

Skandia og/eller andre selskaber i Skandia koncernen kan have positioner i værdipapirer omtalt i materialet samt foretage køb eller salg af samme, ligesom disse selskaber kan være involveret i corporate finance-aktiviteter eller andre aktiviteter for virksomheder, der er omtalt i materialet.