

NOK-styrkelse med lidt modstand på kort sigt

NOK er blevet styrket i år, men vi forventer at øget toldusikkerhed vil agere bremseklods på kort sigt. Men Norge bør klare sig relativt godt gennem uroen og sammen med en opjusteret EUR/USD-prognose peger pilen let op for NOK. Risikoen er på nedsiden, hvis handelskrigen eskalerer mere end ventet og medfører større negative reaktioner på finansmarkederne.

- NOK ventes stabil med pil op
- Handelskrigens omfang afgørende for NOK
- NOK-støtte fra relative renter aftager
- Kapitalstrømme og USD let positive for NOK

NOK ventes stabil med pil op

På finansmarkederne drejer alt umiddelbart rundt om handelskrigen for tiden, og det gælder i stor udstrækning også for NOK. I vores hovedscenarie fastholder vi, at NOK overordnet udvikler sig stabilt tæt på det nuværende niveau mod EUR og DKK (figur 1). Vi kan dog godt se NOK blive svækket en smule af toldusikkerheden samt af mindre gunstige relative renter på kort sigt. Givet en vis norsk immunitet over for straffetold samt vores opjustering af EUR/USD vurderer vi, at NOK bliver styrket en smule over prognose-horisonten. Vi forventer, at NOK vil blive negativt påvirket, i fald handelskrigen eskalerer i et omfang, som medfører større negative reaktioner på finansmarkederne. Så **risikoen** er primært på nedsiden for NOK.

Tabel 1 - Ny valutaprogno	Q2-25	Δ	Q3-25	Δ	Q4-25	Δ	Q1-26	Δ
USD	10,459	-7,4%	10,318	-6,9%	10,135	-8,5%	9,911	-10,5%
EUR	11,400	0,9%	11,350	0,4%	11,250	-0,4%	11,150	-1,3%
DKK	0,655	-0,9%	0,658	-0,4%	0,664	0,4%	0,670	1,3%

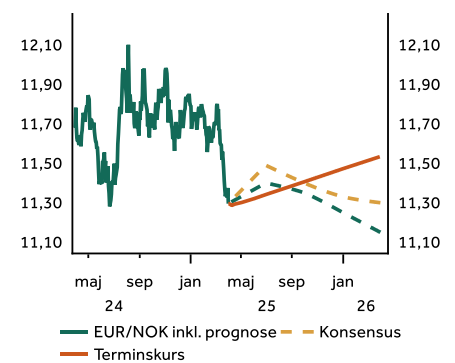
Note: Δ er ændring fra sidste prognose. Kilde: Jyske Bank

NOK er i marts blevet styrket markant, så EUR/NOK brød ud af intervallet som krydset har handlet inden for i omkring syv måneder. Der er ikke umiddelbart en enkeltstående forklaring bag denne bevægelse, hvor flere faktorer i vores øjne har gjort sig gældende. Handelskrigen har ind til videre været fulgt af øk risikoappetit samt stigende oliepriser i marts (se figur 2 & 3). Vi har desuden set støtte fra relative renter, øgede NOK-køb samt svagere USD.

Handelskrigens omfang er afgørende for NOK

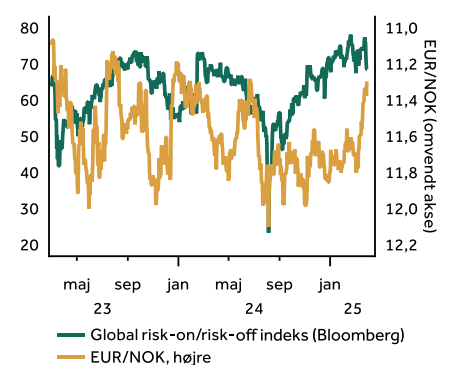
Hvis vi først ser på handelskrigen med udgangspunkt i præsident Trumps optrappede brug af straffetold, så vurdere vi, at norsk økonomi ikke fremstår lige så udsat som EU, herunder som følge af at Norge ikke har et handelsoverskud vs. USA (læs evt. seneste [Jyske om Økonomien](#)). Samtidigt er forventningerne til økonomisk vækst i især USA (og til dels Europa) blevet sænket af frygten for følgerne af en handelskrig, hvilket trykker udsigterne for den globale renteutvikling og har svækket USD mod EUR. Det på trods af et akut øget europæisk behov for udstedelse af statspapirer til finansiering af øgede forsvarsudgifter. Men frygten har endnu ikke været tilstrækkelig til, at vi for alvor har set tilbageslag i risikoappetitten på finansmarkederne, hvilket kan skyldes en vis portion optimisme omkring øget europæisk samarbejde og øget investeringsbehov. Derudover har told-virakken ikke haft en entydig effekt på

Figur 1: EUR/NOK prognose



Kilde: Bloomberg, Macrobond og Jyske Bank

Figur 2: NOK støttet af risikoappetit



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Research, Jyske Markets, Jyske Bank A/S
 Chefanalytiker,
 Rasmus Gudum-Sessingø
 +45 46 79 16 19
 rasmus.gudum@jyskebank.dk

Vigtig investorinformation:
 Se materialets sidste sider.

oliepriserne, som faktisk er kommet sig i løbet af marts, hvilket har givet lidt ekstra støtte til NOK.

Vi vurderer derfor, at en fortsat eskalering af handelskrigen vil have blandede effekter på NOK. Så længe vi ikke får større tilbageslag i risikoappetitten og nedgang i olieprisen trives NOK. Men skulle vi få større bevægelser som følge af fx decideret recessionsfrygt, forventer vi at NOK vil tage det negativt op.

NOK-støtte fra relative renter aftager

Dernæst har vi set en tendens til, at de relative EUR-NOK-renter har givet lidt ekstra støtte til NOK vs. EUR i marts. Euroområdet økonomi har stort set fortsat det svage spor i begyndelse af 2025, samtidig med at inflationsudviklingen har vist nye tegn på at aftage gradvist. Det har holdt døren åben for ECB til at fortsætte med rentenedsættelser, hvor vi dog ser ud til at nærme os en rentebund til sommer. Handelskrig og afledte effekter heraf betyder dog, at vi ser en risiko for, at ECB holder en pause i rentenedsættelserne.

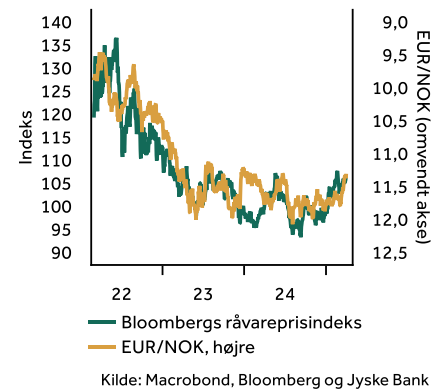
Norges Bank (NB) har for sit vedkommende senest udskudt udsigterne til rentenedsættelser endnu en gang, hvilket især skyldes højere forbrugerprisinflation i Norge i år. Vi har på denne baggrund ændret vores prognose, så vi nu kun venter tre rentenedsættelser fra NB over det kommende år startende i 2. halvår. Her hælder risikoen ligeledes mod, at Norges Bank ikke nedsætter renten i år som følge af for høj inflation. På det nylige marts-rentemøde var Norges Bank da også blevet mere forsigtig med at sætte horisont på udsigten til en rentenedsættelse, hvilket nok især skyldes usikkerhed om handelskrig. Så umiddelbart støtter de relative EUR-NOK-politikrenter NOK på den korte bane, men effekten vender i 2. halvår. Vi vurderer, at størstedelen af det relative rentespil er indpriset på det nuværende niveau i EUR/NOK, især når man ser på de reale politikrenter (se figur 4), og om noget vil de relative renter kunne give NOK mere modvind, i fald ECB går på pause før vi venter det.

Kapitalstrømme og USD let positive for NOK

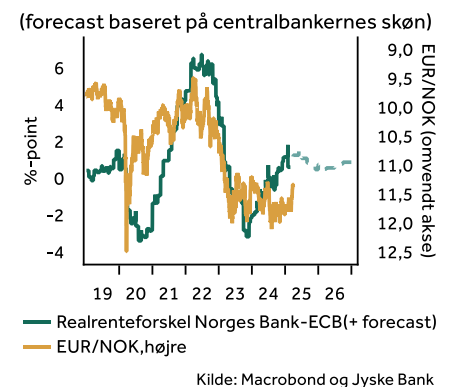
Kapitalstrømmene i NOK har overordnet været nogenlunde neutrale for NOK. Nettoporteføljelinvesteringerne over for udlandet er rimelig stabile, mens nettobeholdningen af NOK blandt udenlandske banker stadig er høj afspejlende robust risikoappetit, men den er dog aftaget til det laveste niveau i 1½ år. Mere interessant så valgte NB i sin nye balancestyringspraksis, at købe NOK (sælge valuta) for at finansiere overførsler af udbyttet til staten, for samtidigt ikke at øge bankernes reserveindeståender, hvor man tidligere neutraliserede det ved at udstede statsgæld. Det betyder at NB skal købe 27 mia. NOK fra februar i år til marts 2026, hvilket vil sige lige over 2 mia. NOK om måneden. Det betyder, at de daglige valutakøb i april bliver negative for første gang i tre år (se figur 5). Det medfører en lille ekstra støtte til NOK, men størrelsen er stadig beskeden og transaktionerne vil blive spredt ud blandet sammen med de normale valutatransaktioner på statens vegne.

Endelig har vi set en tydeligere tendens til negativ korrelation mellem NOK og USD i år. USD er blevet svækket mod EUR i år, herunder i særdeleshed efter at præsident Trumps højere grad af isolationspolitik har medført øgede bekymringer om vækstudsigterne i USA, samtidigt med at Europa ser ud til at skulle "rykke tættere sammen i bussen" og øge statslige investeringer markant, især inden for forsvar. Vores nyeste USD-prognose peger på, at EUR/USD skal

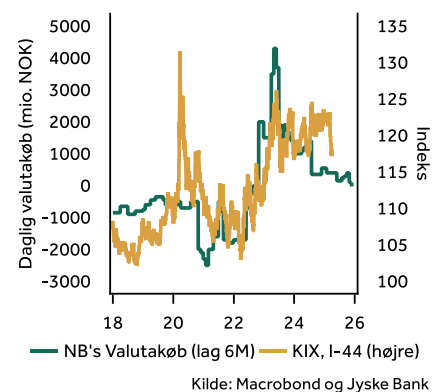
Figur 3: Råvarepriser har støttet NOK



Figur 4: Relative renter topper

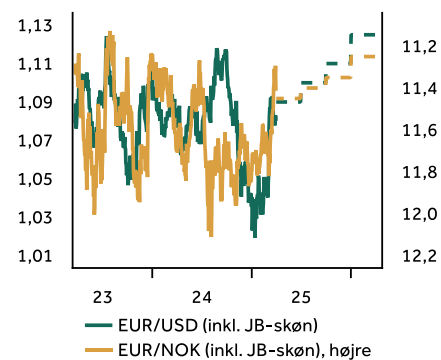


Figur 5: Valutakøb vendt til lille salg



fortsætte opad over den 1-årige prognosehorisont (se figur 6), og det peger umiddelbart på mere støtte til NOK vs. EUR. Du kan læse Jyske Banks USD-prognose [her](#).

Figur 6: USD-skøn peger NOK op



Kilde: Macrobond og 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.

Analysen og anbefalinger er generelle informationer og ikke personlig rådgivning.

Analysen og anbefalinger er investeringsanbefalinger medmindre andet er anført. Analysen udarbejdes 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.

Kvantitative anbefalinger på enkeltsselskaber baseret på Jyske Quant modeller bygger på en kvantitativ metode. Det sikrer, at der ikke opstår interessekonflikter, da anbefalingen i analysen dannes på baggrund af den samlede Quant score.

Analysen er ikke blevet forelagt udstederen forud for offentliggørelse (medmindre andet er angivet).

Læs mere om Jyske Banks politik om interessekonflikter på:

<https://www.jyskebank.dk/produkter/investering/investeringsinfo>

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.
- Positionering, markedspsykologiske vurderinger, spilteoretisk scenarionalyse og mønstergenkendelsesteknik indgår i vurderingsmaterialet.

For uddybning af vores anvendte modeller klik [her](#).

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.

Renteprognose

Renteprognosen afspejler den forventede retning for renter over en given horisont. Renteprognosen er et skøn for, hvor vi med overvejende sandsynlighed forventer at se renten på den angivne horisont. Renteprognosen bør derfor ikke betragtes som et præcist minimum eller maksimum for renten i den pågældende periode.

Opdatering af analysen

Analysen, anbefalinger og ad hoc publikationer opdateres ikke. I stedet offentliggøres en ny publikation, når og hvis Jyske Bank finder det nødvendigt. Kvantitative anbefalinger på enkeltfondskoder opdateres løbende. Se analysens forside for dato og tidspunkt for offentliggørelse.

Risiko

Investering kan være behæftet med risiko, hvorfor vurderinger og evt. anbefalinger kan være forbundet med risiko. Anførte risikofaktorer og/eller følsomhedsberegninger kan ikke ses som udtømmende. Handles værdipapirer i en anden valuta end investors basisvaluta, så påtager investor sig en valutarisiko. Er der tale om en ADR eller lignende, er valutarisikoen forbundet med den valuta, som moderselskabet handles i.

Læs meget mere om risici ved investering og fordelene ved risikospredning [her](#).

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 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.

Alle oplyste kurser er seneste lukkekurser før analysens offentliggørelse, medmindre andet er anført.

Skat

Den skattemæssige behandling af investeringer kan være fra kunde til kunde. Kontakt din skatterådgiver for de skattemæssige konsekvenser af dine investeringer.

Flere informationer

I analyser og anbefalinger kan der blive henvist til andre analyser og anbefalinger. I sådanne tilfælde vil der være et link, hvor der kan findes fyldestgørende oplysninger omkring den specifikke anbefaling.

Læs mere omkring vigtig investorinformation i forhold til Jyske Banks analyser og anbefalinger på [jyskebank.dk/investorinformation](https://www.jyskebank.dk/investorinformation).