

NOK-vending kræver støtte fra Norges Bank

NOK har været i strid modvind qua stigende renter, mindsket risikoappetit samt ikke mindst en lidt vag Norges Bank. Vi fastholder, at NOK bør styrkes i 2024 med hjælp fra faldende globale renter og en relativt mere høgeagtig Norges Bank. Risiciene er på nedsiden, især hvis global økonomi skuffer.

- NOK igen undervurderet – Norges Bank bør træde i karakter
- NOK har taget negativt mod alle nyheder
- Fortsat udsigt til støtte til NOK fra flere hold

NOK igen undervurderet – Norges Bank bør træde i karakter

NOK har handlet overraskende svagt den seneste måned, hvilket især ser ud til at skyldes en relativt svag udvikling i realrenterne som følge af fortsat høj norsk inflation samt lidt svækkede høgesignaler fra Norges Bank (NB). Vores kortsigtede finansielle model peger da også på, at NOK igen handler for svagt relativt til en simpel kortsigtet finansiell model (figur 2). Vi forventer nu, at NB hæver renten i december, og det kan blive startsignalet for, at NOK bundet ud mod EUR og DKK og styrkes i 2024. Vi ser en lille overvægt af risici på nedsiden til vores prognose for NOK udgående fra risikoen for en mere markant økonomiske afmatning globalt og til dels i nabolandet Sverige.

Tabel 1 - Ny valutaprogno	Q1-24	Δ	Q2-24	Δ	Q3-24	Δ	Q4-24	Δ
USD	10,95	1,8%	10,32	0,4%	9,91	0,9%	9,82	0,0%
EUR	11,50	1,8%	11,20	1,8%	10,90	0,9%	10,80	0,0%
DKK	0,65	-1,7%	0,67	-2,0%	0,68	-1,1%	0,69	0,0%

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

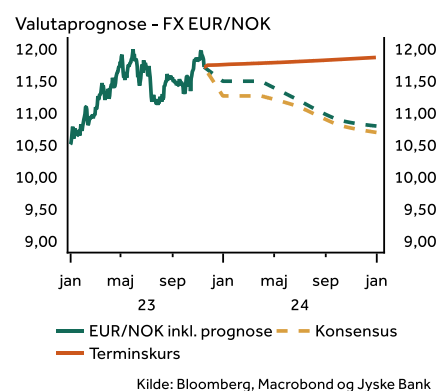
NOK har taget negativt mod alle nyheder

Efter vores prognose fra september er NOK svækket mod EUR (og DKK) siden begyndelsen af oktober. Det er især sket på baggrund af de tiltagende markedsrenter globalt, som samtidigt har dæmpet risikoappetitten. Dertil kan lægges de øgede geopolitiske risici med konflikten i Mellemøsten. Dette satte samtidigt pres på olieprisen, men uden den store positive effekt på NOK. Olieprisen er da også faldet tilbage som følge af, at markederne ikke umiddelbart venter, at konflikten eskalere. I forlængelse af dette har vi de seneste uger set en generelt svagere udvikling i de globale nøgletal, herunder fremdeles i USA. Det har både medvirket til at dæmpe de globale renter de seneste uger samt sendt olieprisen tilbage under niveauet før Hamas-angrebet den 7. oktober. Det har dog ikke haft den store effekt på EUR/NOK, som blev efterladt tæt på 12,0.

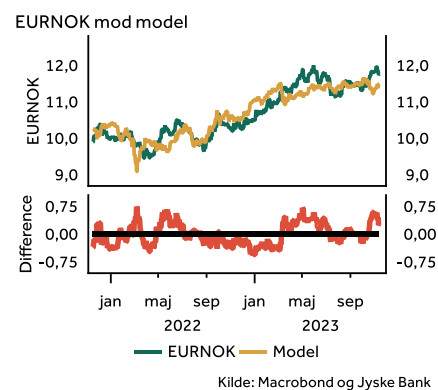
Norges Bank under pres for ny renteforhøjelse

Så hvad er den primære årsag til det vedholdende negative pres på NOK? Svaret skal primært findes i en lavere realrente kombineret med Norges Bank (NB), som har været lidt mere tilbageholdende med at pege på behovet for yderligere renteforhøjelser. Forskellen i den vægtede reale statsrente mod den tilsvarende tyske kan således forklare det vedholdende negative pres på NOK. Den lavere realrente er afstedkommet af, at Norges Bank ikke har optrappet sin høgeagtige retorik til trods for fortsat høj inflation.

Figur 1: Valutaprogno



Figur 2: NOK igen undervurderet



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

Valuta- og oliestrateg,
 Jan Bylov
 +45 89 89 71 68
 jan.bylov@jyskebank.dk

Analytikerassistent,
 Janick Rommers
 +45 89 89 71 51
 jaro@jyskebank.dk

Vigtig investorinformation:
 Se materialets sidste sider.

På det seneste rentemøde for cirka to uger siden fastholdt NB som ventet styringsrenten på 4,25%, hvilket indikerer, at vi sandsynligvis nu (også her) befinder os tæt på en rentetop. NB har imidlertid på det forrige rentemøde i september indikeret endnu en renteforhøjelse på rentemødet i december, og det blev gentaget på november-mødet. Centralbankchef Bache understregede dog, at hvis der inden december bliver større sikkerhed for, at inflationen er på vej ned, kan renten blive holdt i ro. Det var således en lille dueagtig åbning for at december-renteforhøjelsen kan blive taget af plakaten. NB pointerede på mødet som ventet, at inflationen var faldet mere end ventet, og den økonomiske aktivitet har været lavere end ventet. På den anden side kan den svagere NOK bidrage til at holde prisvæksten oppe, tilføjede banken.

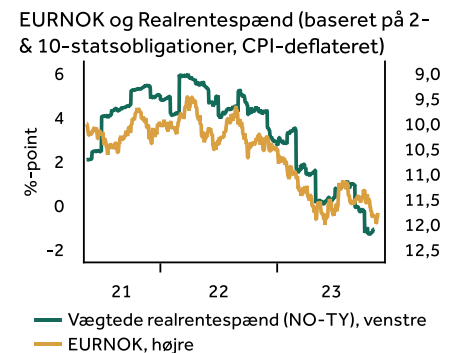
Siden rentemødet har vi imidlertid modtaget uventede høje inflationstal for oktober, som dog blot sendte inflationen tilbage op på NB's prognose fra september (figur 4). Vi får november-tal tre dage inden december-rentemødet, og spørgsmålet er om de alene kan tale NB fra en renteforhøjelse – sandsynligvis ikke. Måske nok så vigtigt satte lønvæksten ny rekord i 3. kvartal (+6,4% å/å). Sammen med en svagere end ventet NOK (figur 5) bør det tippe NB i retning af en ny renteforhøjelse på december-rentemødet, men usikkerheden er stor, især givet de seneste fald i markedsrenterne. Vi forventer, at renten på 4,50% dermed bliver toppen i denne omgang. Selvom den økonomiske aktivitet i Norge er blevet svækket, forventes det således ikke at afholde NB fra at stramme pengepolitikken yderligere. Arbejdsmarkedet er uændret stramt, og boligmarkedet har det ok oven på en stabilisering over sommeren, så risiciene for at økonomien kører af sporet, er ikke så store som i eksempelvis Sverige.

Fortsat udsigt til støtte til NOK fra flere hold

På trods af at realrenteforskellen til omverdenen begrundet en svagere NOK (mod EUR og DKK), er der stadig flere faktorer, som peger i retning af en stærkere NOK ind i 2024. NB ventes således at gøre meget for at signalere, at man ikke skal regne med en mindsket rentepremie relativt til ECB til næste år. Vi forventer dog fortsat, at den primære faktor er, at markedsrenterne generelt er ved at have toppet og peger nedad i 2024 (se figur 6). Det kan stimulere den generelle risikoappetit og dermed efterspørgslen efter NOK. Det ventes dog at blive en fortsat bumpet vej, som følge af fortsat usikkerhed om, hvornår de toneangivende centralbanker kan tænkes at nedsætte de toneangivende renter. Ydermere forventes NB at mindske sine valutakøb for næste år, hvilket er blevet indikeret muligt af statsbudgettet for 2024. En lavere EURNOK er også i overensstemmelse med vores prognose om, at EURUSD vil pege opad i 2024 (læs mere [her](#)) sammen med olieprisen (læs mere [her](#)).

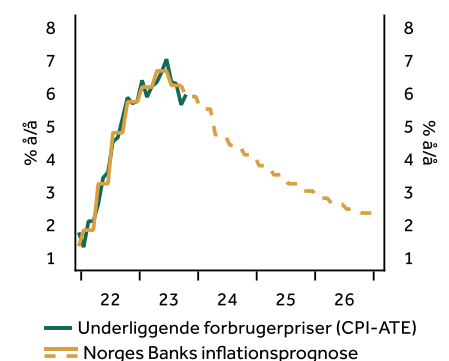
Vores prognose er dog fortsat ikke uden risici. Først og fremmest ses vejen frem mod de ventede rentenedsættelser at blive fulgt på vej af fortsat høj volatilitet på finansmarkederne, hvilket sjældent er befordrende for NOK. Og skulle det ventede fald i markedsrenterne ske på baggrund af en mere bekymrende økonomisk udvikling, end den bløde landing vi venter (læs Jyske Banks syn på global økonomi [her](#)), herunder dybere recession i USA, kan det alligevel ramme NOK gennem forhøjet risikoaversion og lavere oliepris. Derudover kan NOK ikke sige sig fri for en vis samprisning med SEK. Svensk økonomi fremstår aktuelt noget mere skrøbelig, og hvis vi modtager skuffelser fra denne kant, vil det givet smitte negativt af på NOK. Endelig kan norsk inflation vise sig uønsket rigid og høj.

Figur 3: Realrenter peger ned for NOK



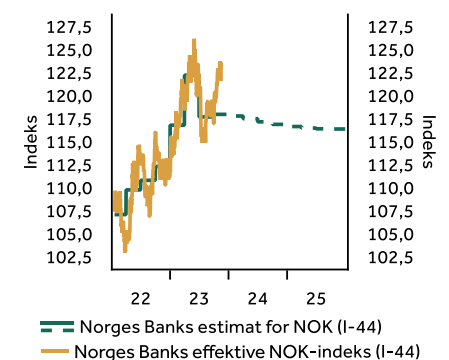
Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Figur 4: Inflation tilbage op på NB-sti



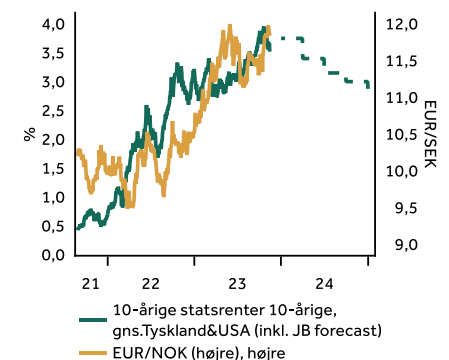
Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Figur 5: NOK igen for svag for NB



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Figur 6: Renter peger NOK stærkere



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 enkeltstående baseret på Jyske Quant modeller bygger på en kvantitativ metode. Det sikrer, at der ikke opstår interessekonflikter, da anbefalinger 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 scenarionanalyse 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

- Sempel 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 scenarionanalyse 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.

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.

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.