


Vanskelige udsigter for norsk krone

NOK er svækket siden april trods højere oliepris, stigende aktier, køb af NOK fra oliefonden og forventninger om renteforhøjelser. Vi nedjusterer NOK, og venter et bredt handelsinterval mellem EUR 9,90 – 10,75 næste 12 mdr.

- Den cykliske optur for NOK er slut
- Renteforhøjelser i Norge ikke afgørende for NOK
- Centralbanken storkøber NOK, men næppe i 2022
- Olieprisens betydning aftager
- NOK i hænderne på global risikovillighed
- Kommerciel risikostyring af norske kroner og terminsrul

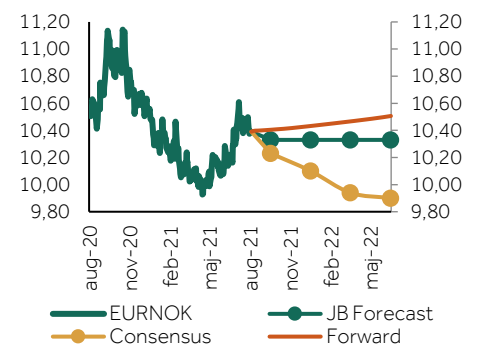
Risikomærkning		X
Kompleks		X
Ikke-kompleks		

Se venligst de sidste sider for forklaring.

Den cykliske optur for NOK er slut

Comebacket til NOK efter COVID19-pandemien sluttede ultimo april 2021 ved kurs EUR 9,90 (DKK 0,75) i vores øjne. En efterfølgende olieprisstigning, højere aktiekurser, vedvarende omvekslinger til NOK fra oliefonden og udsigten til en snarlig norsk renteforhøjelse har ikke kunnet forhindre en svækket NOK. Vi vurderer, at den globale klimadagsorden og grønne omstilling er en vedvarende udfordring for NOK, som siden Finanskrisen har lidt under kapitaludstrømning pga. investorapatien over for Norges olie- & gassektor. Fundamentalt er NOK ufortrødent undervurderet, men vi vurderer, at NOK i det kommende år fremstår mere følsom for svingninger i den globale risikovillighed. Vi forventer, at et bredt handelsinterval vil opstå mellem EUR 9,90 – 10,75 med et prognosecentrum på 10,33, og dermed et smallere kursinterval end indpriset af den handlede optionsvolatilitet (EUR 9,75 – 12,00). Risikoen for et cyklisk tilbageslag i den globale investeringsappetit er reel i vores øjne, og vi vurderer, at en sådan risiko primært relaterer sig til geopolitisk uro. En cyklisk følsom NOK vil blive udfordret i givet fald.

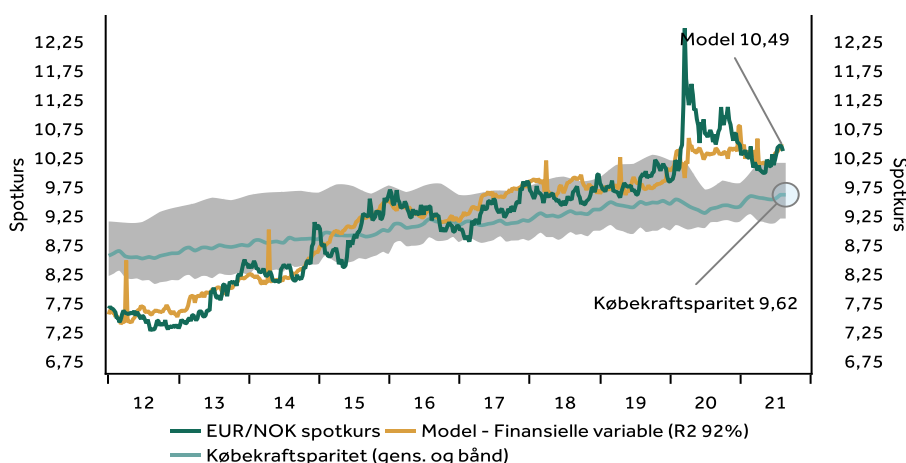
Figur 1 – Valutaprognose



Kilde: Bloomberg og Jyske Bank

Kilde: Jyske Bank

Figur 2 – Comebacket for NOK er slut. Længere tids intervalhandel venter.



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

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 - Prognose	Q3-21	Δ	Q4-21	Δ	Q1-22	Δ	Q2-22	Δ
USD	8,61	5,4%	8,61	5,4%	8,61	5,4%	8,61	5,4%
EUR	10,33	5,4%	10,33	5,4%	10,33	5,4%	10,33	5,4%
DKK	0,72	-5,1%	0,72	-5,1%	0,72	-5,1%	0,72	-5,1%

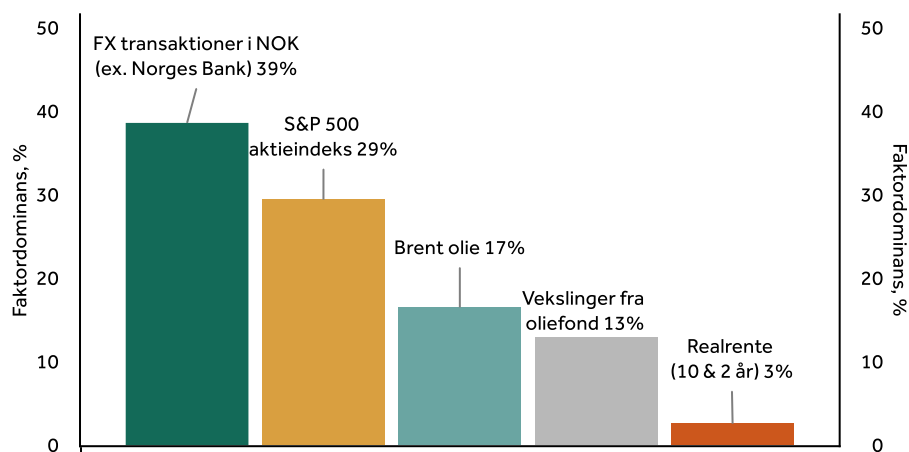
Kilde: Jyske Bank

Nedjusteringen af Jyske Banks prognose for NOK udspringer af:

- NOK oplever næppe en betydelig forhøjet efterspørgsel fra en snarlig **renteforhøjelse** (r) hos Norges Bank, da renters indflydelse på NOK er lav, jf. figur 3.
- De daglige **omvekslingerne til NOK** fra oliefonden fortsætter i år, men i 2022 bliver statens underskud mindre, og vi venter, at Norges Bank i 2022 derfor vil købe væsentlige færre NOK.
- **Brent olie og aktieudviklingen** er vigtige for NOK. Vi venter intervalhandel i olieprisen centreret omkring USD 75 det næste år, og aktieandelen i de globale kapitalforvalteres porteføljer er allerede meget høje. I det lys ser vi ikke noget cyklisk løft til NOK fra disse faktorer.
- **FX spot og terminstransaktioner (valutaflow)** er en væsentlig faktor for udviklingen i NOK. Vi venter, at denne faktor **ikke** vil bidrage positivt til NOK i lyset af vores mere forsigtige forventninger til aktier og olie. NOK er i hænderne på global risikovillighed.

Figur 3 – Faktorer, som driver kursbevægelserne i NOK

Multiregressionsmodel for EUR/NOK (R2 92%)



Note: Modelestimering fra 2011. Kilde: Macrobond og Jyske Bank

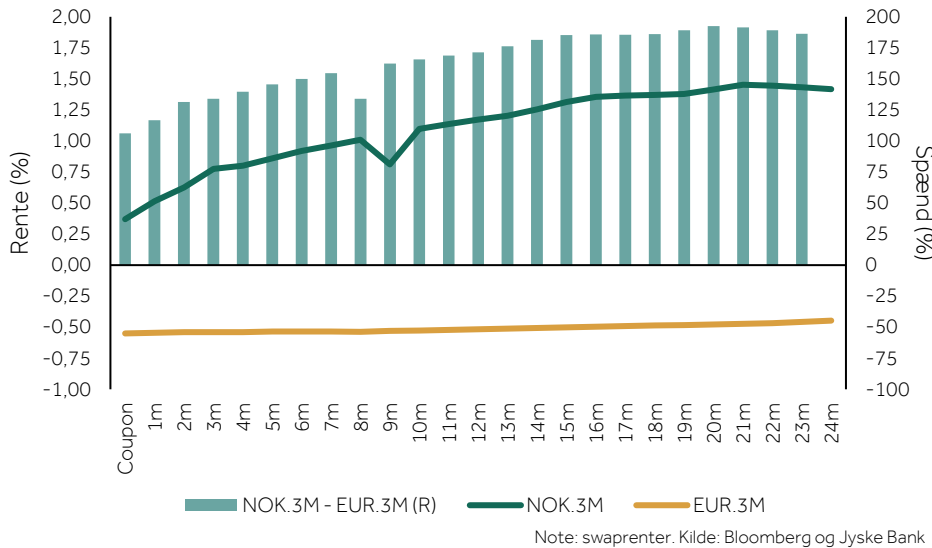
Renteforhøjelser i Norge ikke afgørende for NOK

Det økonomiske comeback efter coronakrisen er godt i gang i både Norge og resten af Europa, og Norge skiller sig klart ud på pengepolitikken. **Vi venter nemlig, at Norges Bank går forrest og forhøjer renten med 25 bp til 0,25 % på mødet den 13. september.** Det vil i givet fald være første stramning siden coronakrisen ramte i starten af 2020, og dermed er Norges Bank langt foran både Riksbanken, ECB og Fed, hvor renteforhøjelser har noget længere udsigter. Det kommer dog ikke som den store overraskelse, idet markedet længe har forberedt sig på Norges globale lederrolle i rentekapløbet i tråd med signaler fra centralbanken. **Markederne priser pt. fire renteforhøjelser hen mod ultimo 2022, jf. tabel 2.**

Vi forventer, at Norges Bank forhøjer renten allerede til september, selv om deltavarianten har fået smittespredningen til at stige ganske markant i Norge, da den udbredte vaccineudrulning (mere end 85 % har fået første stik) betyder, at indlæggelserne ikke er steget i nær samme omfang. Det økonomiske comeback betyder, at ledigheden falder og kapacitetsudnyttelsen stiger, og samtidig er Norges Bank bekymret for den finansielle stabilitet i relation til det rødglødende boligmarked. Heller ikke de seneste måneders markante fald i inflationen vil få

Norges Bank til at ryste på hånden, da det allerede lå i forventningerne ved juni-mødet, og samtidig er valutakursen noget svagere end forventet.

Figur 4: Rentespænd vil udvikle sig til fordel for NOK, men næppe afgørende



Tabel 2: Norsk pengemarked (swap)

	NOK.3M	Ændring, bp
17-08-2021	0,37	
16-09-2021	0,52	0,15
16-10-2021	0,63	0,26
15-11-2021	0,77	0,40
15-12-2021	0,80	0,43
14-01-2022	0,86	0,49
13-02-2022	0,92	0,55
15-03-2022	0,96	0,59
14-04-2022	1,01	0,64
14-05-2022	0,81	0,44
13-06-2022	1,10	0,73
13-07-2022	1,14	0,77
12-08-2022	1,17	0,80
11-09-2022	1,20	0,83
11-10-2022	1,26	0,89
10-11-2022	1,31	0,94
10-12-2022	1,36	0,99
09-01-2023	1,37	1,00
08-02-2023	1,37	1,00
10-03-2023	1,38	1,01
09-04-2023	1,41	1,04
09-05-2023	1,45	1,08
08-06-2023	1,45	1,08
08-07-2023	1,43	1,06
07-08-2023	1,42	1,05

Kilde: Bloomberg og Jyske Bank

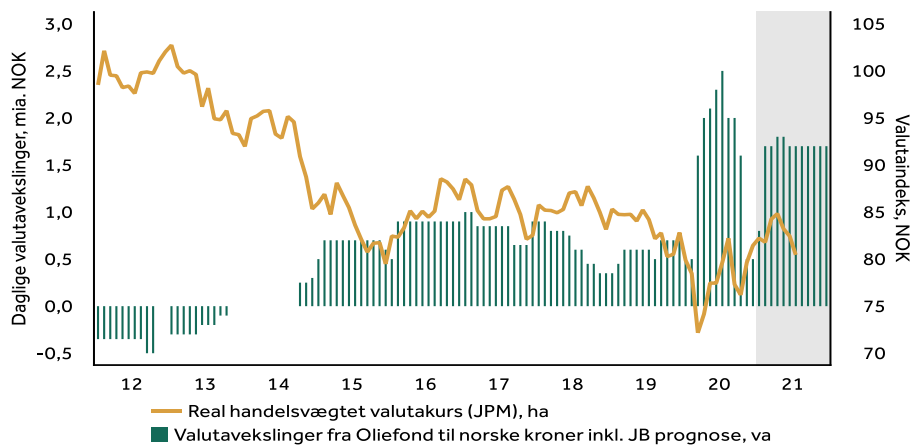
Samlet set vurderer vi derfor, at Norges Bank er solidt på vej mod den første renteforhøjelse den **13. september**, og vi venter i øvrigt endnu en renteforhøjelse til **december** og yderligere **mindst to i 2022** (dvs. som priset af pengemarkedet, jf. tabel 2).

Trods det umiddelbart positive i udsigten til norske renteforhøjelser og spændudvidelse i favør NOK, jf. figur 4, **så forventer vi ikke nogen vedvarende forhøjet efterspørgsel efter NOK**. Det skyldes, at den **historiske sammenhæng mellem renter og NOK er lav**, og ikke mindst sammenlignet med andre valutadrivkræfter, som påvirker NOK i langt større grad (gense evt. figur 3).

Centralbanken storkøber NOK, men næppe i 2022

Det norske statsbudget indeholder et betydeligt underskud på NOK 403 mia. for 2021, som relaterer sig til ekstraordinære tiltag i forbindelse med COVID19-pandemien og de negative økonomiske konsekvenser. På valutamarkedet betyder det, at **Norges Bank "finansierer" statens underskud ved at foretage daglige valutaomvekslinger** på pt. NOK 1.700 mio. fra den norske oliefond.

Figur 5 – Norges Banks storkøb af NOK fortsætter ikke i 2022



Disse betydelige køb af NOK (salg af fremmed valuta) er positive for resten af 2021. Det er dog vores vurdering, at næste års statsbudget kommer til at indeholde et væsentligt reduceret underskud og dermed en udsigt til, at Norges Bank i 2022 mindsker sine daglige køb af NOK. COVID19-smitten kan naturligvis ændre sig, men med vaccinationsprogrammet i fuld sving, ser vi ikke et nyt chok fra denne front.

I lyset af denne forventning vurderer vi, at NOK i 2022 ikke vil opleve nogen afgørende støtte fra centralbankens valutavekslinger.

Olieprisens betydning aftager

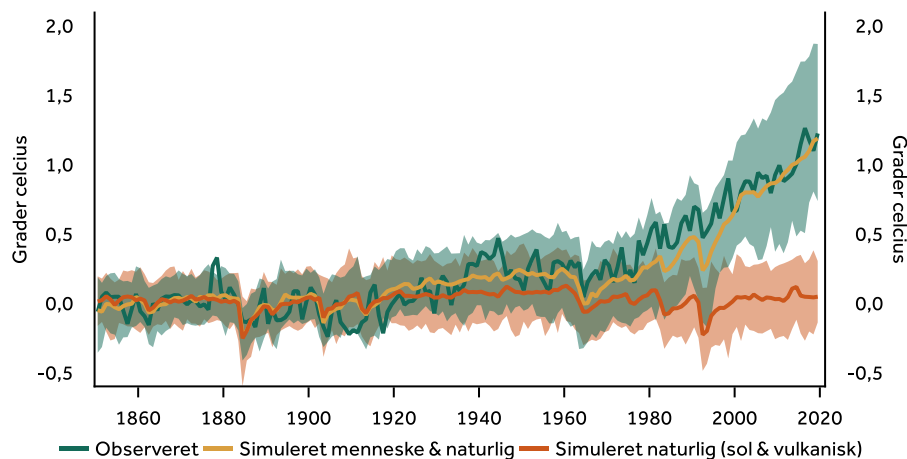
Den norske økonomi, kronen og pengepolitikken er på godt og ondt ufortrødent tæt forbundet med olie- & gasindustrien og derigennem udviklingen i olieprisen. Det er derfor vigtigt med indsigt i den fundamentale oliebalance og udsigten for Brent olieprisen.

Fra Jyske Banks fundamentale olieanalyse ([her](#)) venter vi intervalhandel for Brent olieprisen omkring prognoseniveauet USD 75 hen mod 2. kvartal 2022. Intervallet er ikke etableret endnu, men vi venter, at det sker mellem USD 65 – 85, og dermed et smallere interval end priset af den handlede optionsvolatilitet på USD 48 – 85.

Med udsigt til en Brent oliepris centreret omkring USD 75 (pt. 67) gennem det næste års tid, ser vi ikke nogen afgørende og positiv indflydelse på NOK. Olieprisens betydning for NOK aftager derigennem for de kommende kvartaler

Figur 6 – Dyster FN klimarapport er tema til norsk valg 13. september

Ændring i Jordens temperatur fra år 1850 - 2020



"Norway's vow to keep producing oil comes as energy firms come under growing investor pressure to shift away from fossil fuels, highlighted by a Dutch court ordering Shell to move more aggressively on cutting greenhouse gas emissions."

Kilde: Reuters ([her](#))

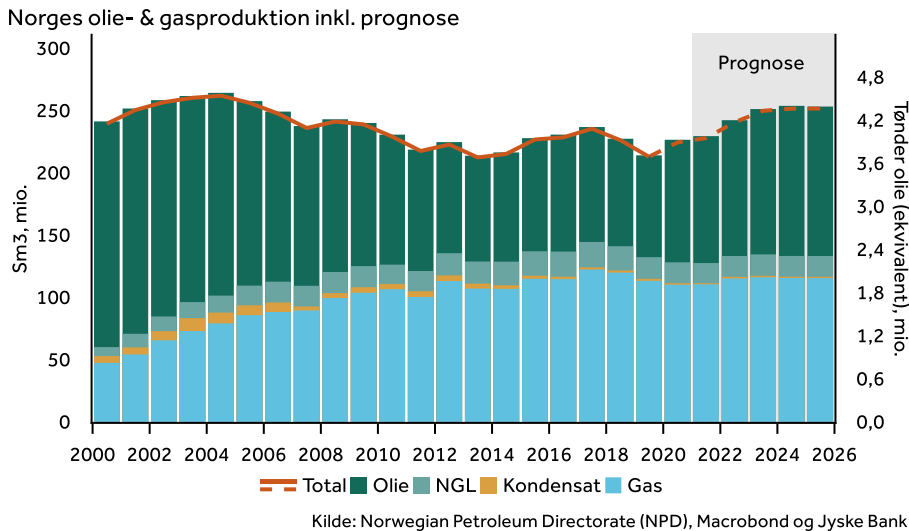
Labour is seen winning power in national elections in September, with the future of the oil industry expected to be a key issue for voters.

Kilde: Reuters ([her](#))

"We don't think that we should stop producing oil and gas now and leave it for Russia or Qatar to supply, but we need to understand that the demand will go down ... The main thing is to hit the market right and not end up with stranded assets," he said (Labour, energy spokesman, Espen Barth Eide).

Kilde: Reuters ([her](#))

I lyset af den seneste [dystre FN klimarapport](#) forlyder det, at et tema op til det norske valg den 13. september bliver den fortsatte udvinding af fossil energi i Norge. De foreløbige meningsmålinger ([her](#)) peger mod, at oppositionspartiet, Arbejderpartiet, vinder. Der er dog ingen store partier i Norge, som går ind for en accelereret udfasning af den fossile industri, og vi forventer en mindre stigning i den norske olieproduktion i de nærmeste år, jf. figur 7.

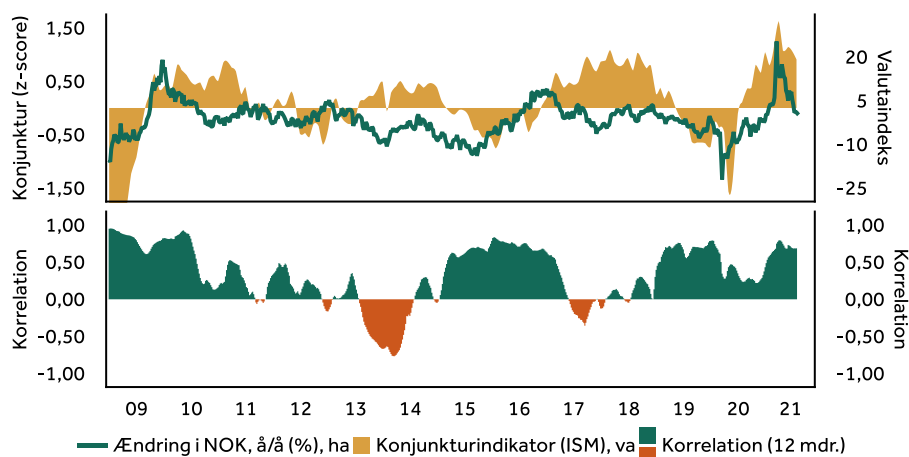
Figur 7 – Vi venter en mindre stigning i norsk olieproduktion mod 2025


NOK i hænderne på global risikovillighed

Det kommer næppe som nogen overraskelse, at NOK svinger i takt med den globale konjunkturcyklus, jf. figur 8. Når der er fremgang i verden, så stiger NOK, som vi atter har oplevet det efter det økonomiske chok i forbindelse med COVID19-pandemien. Den positive periode for NOK med store kursstigninger er slut i vores øjne.

Figur 8 – Norske kroner svinger typisk med konjunkturcyklen

Typisk korrelation (grøn) betyder f.eks. konjunkturfremgang => styrket norsk krone

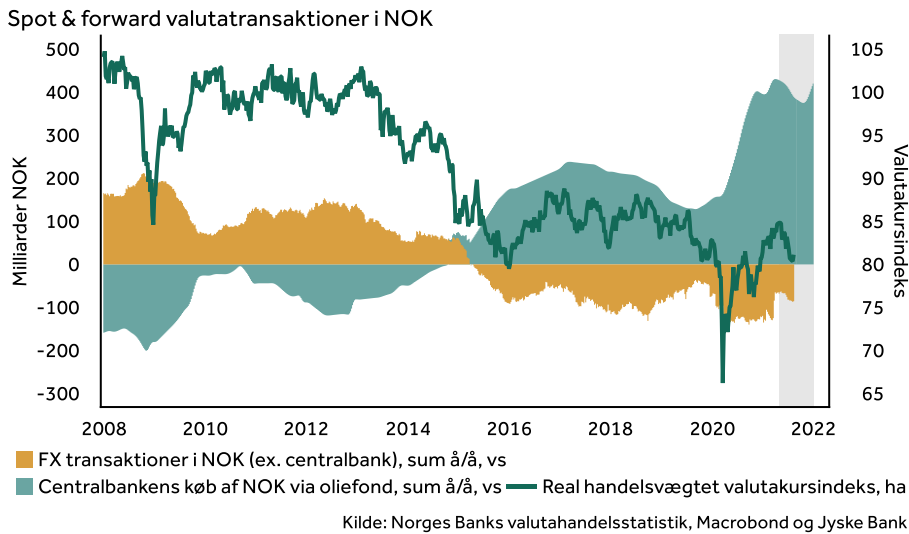


Valutaens tætte sammenhæng med den globale konjunktur fremstår også tydeligt af vores modellering af NOK, hvor de mest betydningsfulde og forklarende faktorer er cykliske i form af 1) det **netto valutaflow***, som foregår i NOK og 2) **S&P 500 aktieindekset**. Gense evt. figur 3.

* Statistics on foreign exchange transactions are based on daily turnover data gathered from predefined reporting banks constituting a representative selection of the largest banks in the NOK market.

Kilde: Norges Bank ([her](#))

Og netop retningen på nettoflowet i NOK er en strukturel modvind, som vi vurderer udspringer af internationale kapitalforvalteres aftagende interesse for investeringer i olie- & gasindustrien pga. den globale klimadagsorden og grønne omstilling. For at modvirke en strukturelt aftagende interesse for NOK, vurderer vi, at valutaens udvikling kun bliver mere afhængig af aktiviteterne i Norges Bank.

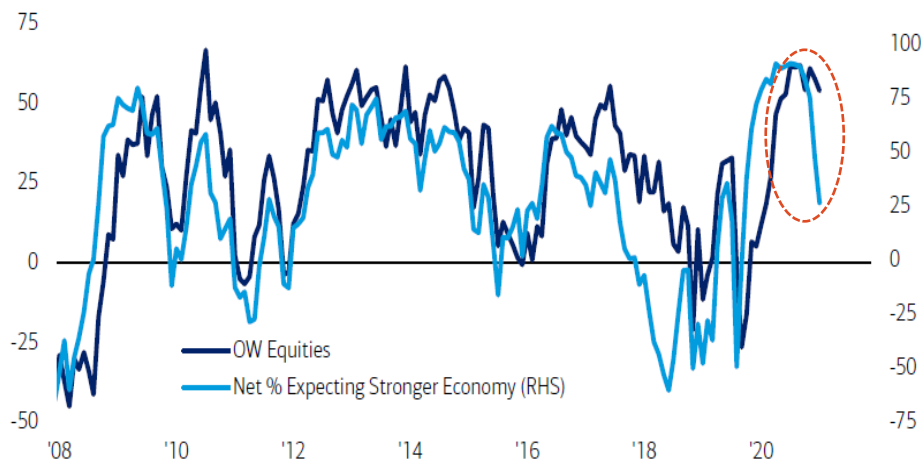
Figur 9 – Netto outflow i NOK skal i stigende grad modvirkes af Norges Bank

Vi vurderer, at hverken udsigten til renteforhøjelser, aftagende valutavekslinger fra olieforbeholdet i 2022 og en relativt stabil oliepris omkring USD 75 sender opløftende signaler for NOK, og i vores øjne er NOK godt på vej til at blive mere cyklisk influeret af den globale risikovillighed og tendensen på verdens aktiemarkeder.

Et chok i den globale risikovillighed kan tvinge finansmarkederne til at **genprise tidens betydelige optimisme**, hvilket ikke mindst ses af de fortsatte historiske aktierekorder og en stor aktieandel i globale kapitalforvaltners porteføljer, jf. figur 10. Fra hvilken flanke kan et uventet chok ramme finansmarkederne og dermed indirekte NOK?

I vores øjne er sandsynligheden for et potentielt chok tættere forbundet med Ruslands, Kinas og Irans konfrontation med USA's nye præsident Biden end en skuffende COVID19-/makroøkonomisk udvikling, som leder mod næste økonomiske konjunkturedgang.

På kort sigt har markedspsykologien betydning, og bliver NOK igen svækket over niveauet EUR 10,70 (DKK 0,695), er det vores vurdering, at den generelle risikovillighed er forværret.

Figur 10: Divergens m/kapitalforvaltners aktieandel vs. makroforventninger

Kilde: BofA GFM og Jyske Bank

Kommerciel risikostyring af norske kroner og terminsrul

Den norske krone er undervurderet med ca. 7 % i forhold til den fundamentale ligevægtskurs (købekraftsparitet) på 0,77. Misprisindegangen af NOK er stadig betydende i forhold til den maksimale historiske afgivelse på 27 %, og i vores øjne influerer det på den optimale risikoafdækning for danske virksomheder.

Vi kan anbefale følgende modelbaseret risikoafdækning:

Sælger af NOK/DKK	Afdækningsgrad*	Horisont**	Rul af FX termin
Reduceret	47 %	April 2022	Kort
Køber af NOK/DKK	Afdækningsgrad*	Horisont**	Rul af FX termin
Forøget	73 %	September 2022	Lang

Kilde: Jyske Bank

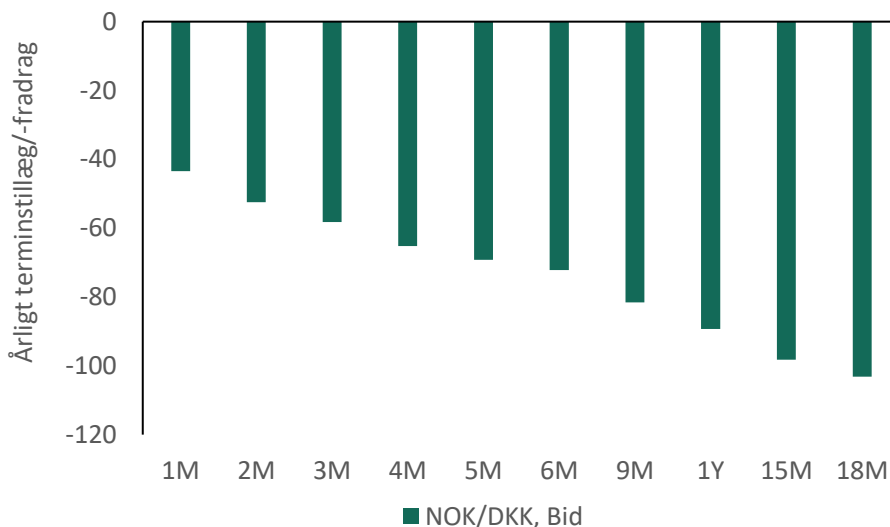
*Afdækningsgrad, Neutral = 1 minus overskudsgrad (10 %) divideret med max. historisk afvigelse fra købekraftspariteten siden 1999 (27 %). **Afdækningshorisont = max. antal afdækningsmåneder fra finanspolitik (18 mdr.) gange afdækningsgrad.

I øjeblikkets markedssituation kan det virke forunderligt, at en eksportør kun anbefales at sikre 47 % af de kommende 18 måneders cash flow. Begrundelsen er, at vores modelbaserede risikoafdækning udspringer af teorien og den praktiske erfaring med, at ekstreme misprisindegen af en valuta over tid korrigerer tilbage til normen (købekraftsparitet). En undervurderet valuta vil for en eksportør derfor altid udmønte sig i en reduceret afdækningsgrad. NOK ventes over tid at kunne sælges på bedre niveauer.

Rul af valutaterminer

Med en invers valutaterminskurve i NOK/DKK, jf. figur 11, kombineret med indprisindegen af tæt på fire norske renteforhøjelse (+100bp) til årsskiftet 2022/2023, så **anbefaler vi et kort rul af valutaterminer for danske eksportører**. For danske importører anbefaler vi at rulle valutaterminerne langt, og dermed udnytte en indpriset aggressiv pengepolitisk opstramning af Norges Bank.

Figur 11: Invers valutaterminskurve i NOK/DKK



Kilde: Bloomberg 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.

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 fremtidigt 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.