

# NOK-potentiale udvandes

Norges Banks relativt mindre dueagtige meldinger har især støttet en stærkere NOK. Men nu er NOK støt på mere modstand, og vi ser da også en risiko på nedsiden for NOK på kort sigt. Grundlæggende mener vi fortsat at potentialet er for en stærkere NOK, men det er blevet udvandet en smule.

- Potentiale for stærkere NOK er aftaget
- NOK fik medvind fra Norges Bank og rentefald
- NOK-støtte intakt, men risici på kort sigt

## Potentiale for stærkere NOK er aftaget

NOK er grundlæggende styrket mod EUR og DKK siden vores forrige prognose, især foranlediget af positive relative renter i kølvandet på Norges Banks (NB) renteforhøjelse i december. Grundlæggende tilsiger vores syn på generelt faldende renter stadig støtte til NOK over det kommende år, men potentialet er blevet mere udvandet. Vores kortsigtede finansielle model peger da også på, at NOK nu er let overvurderet (figur 2), og på kort sigt ser vi en risiko for en svækket NOK, især i fald den seneste tendens til højere globale markedsrenter giver anledning til mere markant stigende risikoaversion på finansmarkederne.

Tabel 1 - Ny valutaproggnose	Q1-24	Δ	Q2-24	Δ	Q3-24	Δ	Q4-24	Δ
USD	10,46	-4,5%	10,09	-2,3%	9,73	-1,8%	10,18	3,7%
EUR	11,40	-0,9%	11,20	0,0%	11,00	0,9%	11,10	2,8%
DKK	0,65	0,9%	0,67	0,0%	0,68	-0,9%	0,67	-2,7%

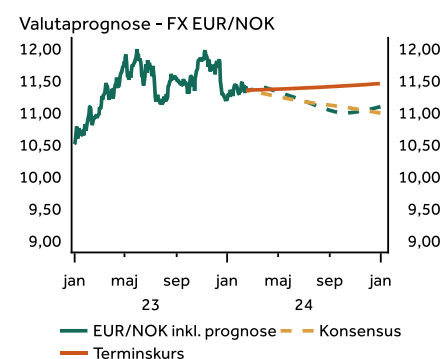
Note: Δ er ændring fra sidste prognose. Kilde: Jyske Bank

## NOK fik medvind fra Norges Bank og rentefald

Siden vores seneste prognose i november er NOK blevet styrket mod EUR (og DKK). Det skyldtes især det lidt uventede renteløft fra NB på december-rentemødet (jf. neden for), kombineret med aftagende globale renter kombineret med en fortsat ganske høj risikoappetit. Sidstnævnte lod sig således ikke mærke synderligt af udprægede geopolitiske risici, herunder fremdeles i forbindelse med konflikten i Mellemøsten. I den forbindelse har vi samtidigt set, at olieprisen i dag blot er lidt højere end i november, men den har dog været stigende i 2024. Endelig har NB nedjusteret behovet for valutakøb i februar ganske pænt, hvilket dog nok i en vis udstrækning var ventet og indregnet i NOK.

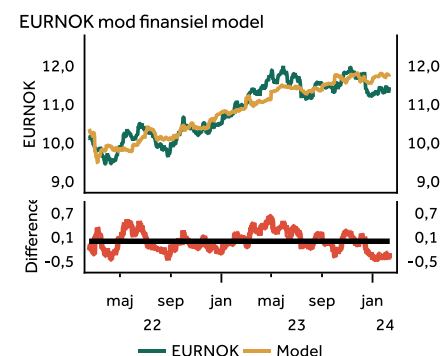
De seneste uger har vi set en tendens til stigende globale renter, hvilket især har haft udgangspunkt i lidt mere robuste globale nøgletal, herunder især fra USA, hvor inflationen samtidigt har vist sig højere end ventet. Det har styrket centralbankernes narrativ om, at de endnu ikke er sikre på at have vundet inflationskampen. Det har imidlertid ikke svækket NOK synderligt, hvilket kan skyldes at vi samtidigt har modtaget isolerede positive norske vækstnyheder, og inflationen her er faldet en tand mindre end ventet. Det vedligeholder forventningerne om, at NB vil være endnu mere tålmodig (end ECB & Fed) i kampen mod inflation. Realrenteforskellen (til Tyskland) har da også peget lidt ned for EUR/NOK med hjælp fra NB's løft af norske renter, men NOK er umiddelbart blevet styrket lidt mere end dette tilsiger (figur 3).

Figur 1: Valutaproggnose



Kilde: Bloomberg, Macrobond og Jyske Bank

Figur 2: NOK stærkere end model



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

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

Vigtig investorinformation:  
Se materialets sidste sider.

## Norges Bank relativ mindre dueagtig

NB's december-rentemøde har spillet en nøglerolle for niveauskiftet i EUR/NOK i december. Vi beskrev da også i vores forrige prognose, at en del af det negative tryk på NOK skyldtes en vis nølen fra NB i forhold til behovet for en højere politikrente. På det seneste rentemøde i januar afholdt NB sig desuden fra at sende tydelige signaler i retning af rentenedsættelser. Det mest interessante var nok, at NB understregede, at renten vil blive holdt høj "i et stykke tid fremover" mod tidligere "gradvis rentenedgang til efteråret". Dermed blev tidsperioden frem til en rentenedsættelse gjort mere fleksibel. Men NB valgte at gentage et balanceret risikobillede, hvor renten kan sættes yderligere op, i fald inflationen holder sig højere end ventet hvis omkostningerne holder sig høje, eller NOK svækkes. Hvis økonomien svækkes mere end ventet eller inflationen falder mere end ventet kan renten omvendt blive sat tidligere ned.

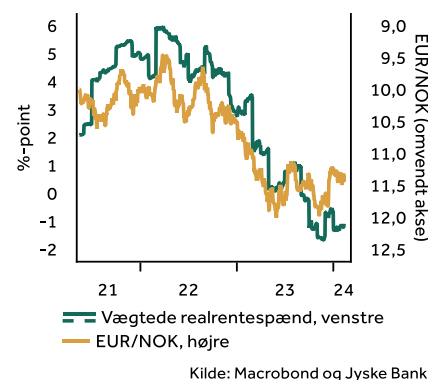
NB vurderede desuden udviklingen i økonomi og inflation som værende stort set på linje med forventningerne, men siden da har vi modtaget væksttal for 4. kvartal, som var højere end NB's forventning. Det næste rentemøde 21. marts bliver sandsynligvis en del mere interessant, idet NB offentliggør ny prognose, og så har vi muligvis her en idé om udfaldet af forårets vigtige overenskomstforhandlinger. NB venter en enkelt rentenedsættelse sidst på året, mens vi venter en første rentenedsættelse til august (figur 4). Under alle omstændigheder forventer vi, at NB vil agere på bagkant af ECB med hensyn til udsigterne til lempelser af pengepolitikken.

## NOK-støtte intakt, men risici på kort sigt

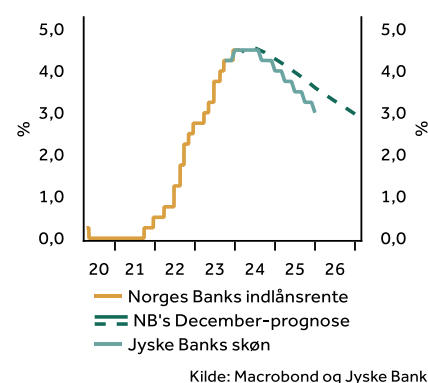
Vi fastholder, at der grundlæggende er belæg for en stærkere NOK i 2024, hvilket vi stadig baserer på udsigten til generelt lavere globale renter (figur 5), samt en olie- og EUR/USD-prognose som peger let opad i år. Derudover har vi set tegn på, at den globale industricykel er bundet ud, og har lagt det værste bag sig (se figur 6). Men vi vurderer, at potentialet er aftaget en smule. NB har nu spillet sit kort med (og fået effekten af), at signalere at man bestemt ikke skal regne med mindsket rentepremie til ECB i år. Vi vurderer, at der skal en del mere til at skubbe yderligere til de relative renteforventninger i NOK-favør på nuværende tidspunkt, og NB bør også som udgangspunkt nu være mindre bekymret for NOK-niveaue i forhold til bankens egen december-prognose. Derudover får vi næppe heller den store effekt fra NB's valutakøb, som også er kommet ned på mere normale niveauer.

På kort sigt ser vi desuden risiko for at NOK får svært ved at styrkes. Vi bevæger os stadig tæt på en form for "guldløse"-scenarie, hvor væksten pt. peger lidt mere op (især for USA). Men de medfølgende rentestigninger ser endnu ikke ud til for alvor at aflyse den opbyggede optimisme, da renterne faldt i slutningen af 2023. Hvis det ændrer sig, kan situationen give anledning til modvind for NOK i en periode. Det er her afgørende at rentestigningerne sker med udgangspunkt i generelt bedre vækstudsigter globalt, fremfor uforklarlige høje inflationstal, som fastholder centralbankernes restriktive humør i længere tid end først antaget.

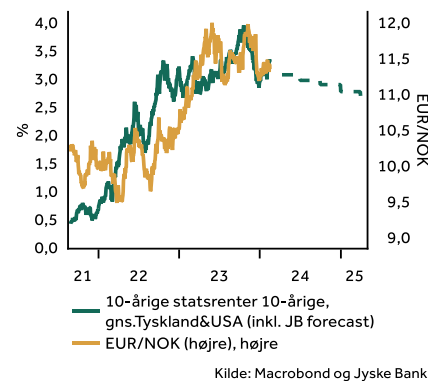
Figur 3: Realrenter og NOK



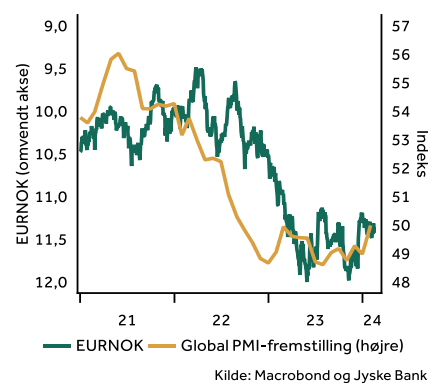
Figur 4: NB ser sent første rentehug



Figur 5: NOK-støtte fra lavere renter



Figur 6: Industri på vej ud af dyndet?



## 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 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, debtorsammensætning 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://jyskebank.dk/investorinformation).