

Global energikrise holder hånden under NOK

NOK er steget kraftigt pga. den globale energikrise, og ikke på udsigten til renteforhøjelser, Norges Banks valutavekslinger i 2022 eller valutaflowet i NOK. Vi forventer, at NOK bliver svækket gennem 2022.

- Energikrisen næppe et vedvarende løft til NOK
- Attraktive renter i Norge ikke tilstrækkelig
- Centralbanken mindsker storkøb af NOK i 2022
- Valutaflow fortsætter ufortrødent ud af Norge
- Kommerciel risikostyring af norske kroner og terminsrul

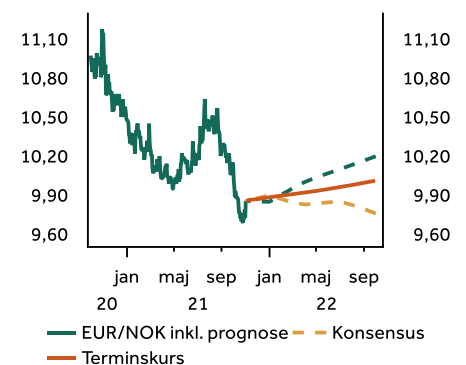
Risikomærkning	<div style="display: inline-block; width: 20px; height: 10px; background-color: #2e8b57; border: 1px solid #000;"></div> <div style="display: inline-block; width: 20px; height: 10px; background-color: #ffff00; border: 1px solid #000;"></div> <div style="display: inline-block; width: 20px; height: 10px; background-color: #ff0000; border: 1px solid #000;"></div> X
Kompleks	X
Ikke-kompleks	

Se venligst de sidste sider for forklaring

Energikrisen næppe et vedvarende løft til NOK

Efterårets globale energikrise har sendt NOK op mod den fundamentale ligevægtskurs nær EUR 9,60. Energikrisen kan holde NOK høj gennem denne vinter, men det er vores vurdering, at NOK ikke vedvarende kan fastholde et så stærkt niveau. Udsigten til renteforhøjelser er positivt for NOK, men det var allerede indpriset før energikrisen. Norges Bank skal forventeligt købe 25% færre NOK i 2022, og samtidig fortætter det strukturelle valutaflow ud af NOK. I 2022 bliver NOK mere afhængig af Norges Banks valutavekslinger, hvilket vi ser som en udfordring. Samlet set er det vores vurdering, at øjeblikkets stærke NOK ikke er en vedvarende situation, som bliver fastholdt i 2022. Vi har opjusteret NOK i valutaprognozen for denne vinter, mens vi venter en svagere NOK gennem 2022. Risikoen for en uventet og vedvarende NOK stærkere end EUR 9,60 opstår i et scenarie, hvor energikrisen og højere energipriser bider sig fast forårsaget af manglende nødvendige investeringer i energisektoren pga. den globale klimaomstilling, se evt. [COP26 topmøde kan fundamentalt ændre oliebalancen](#).

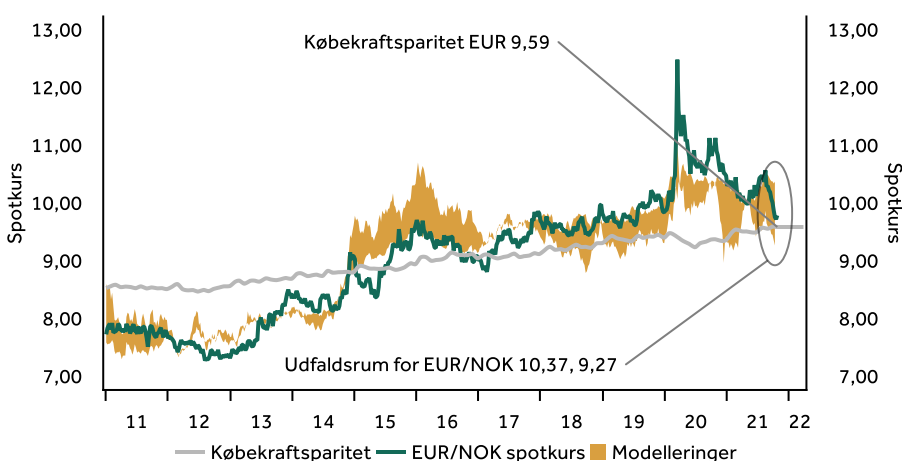
Figur 1 – Ny valutaprognoze



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Figur 2 – NOK går ikke stærkere end købekraftspariteten nær EUR 9,60

Udfaldsrum via EUR/NOK-modeller & købekraftsparitet



Note: Multiregressionsmodeller. 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

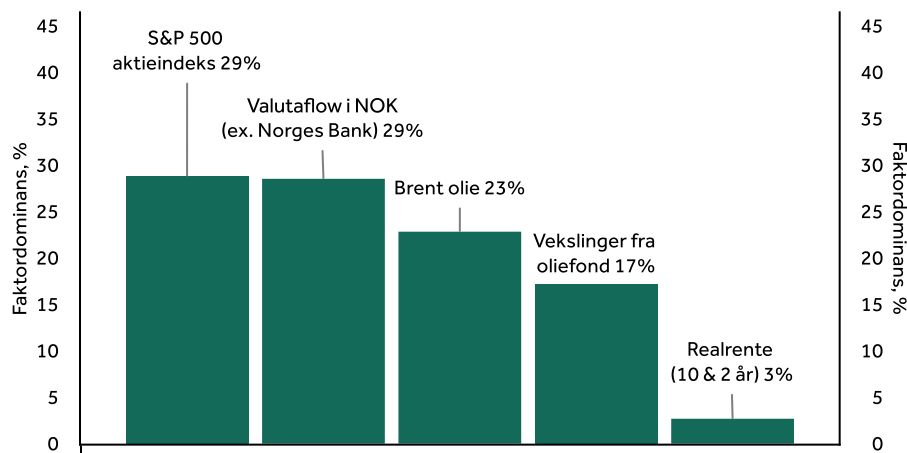
Vigtig investorinformation:
Se materialets sidste sider.

Tabel 1 Ny valutaprognoze	Q4-21	Δ	Q1-22	Δ	Q2-22	Δ	Q3-22	Δ
USD	8,49	-5,3%	8,70	-2,0%	8,86	-1,0%	8,79	0,0%
EUR	9,850	-5,3%	10,000	-2,0%	10,100	-1,0%	10,200	0,0%
DKK	0,76	5,6%	0,74	2,0%	0,74	1,0%	0,73	0,0%

Kilde: Jyske Bank

Figur 3 – Vigtigste faktorer, som forklarer kursbevægelserne i NOK

Primær multiregressionsmodel for EUR/NOK (R2 93%)



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

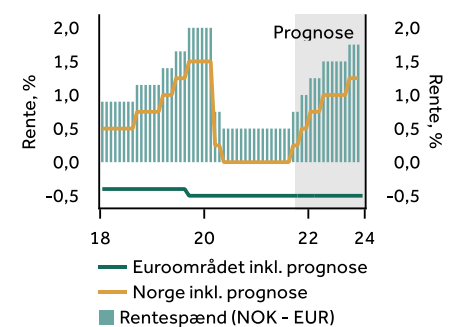
Attraktive renter i Norge ikke tilstrækkelig

Det økonomiske comeback efter coronakrisen er godt i gang i både Norge og resten af Europa, og Norge skiller sig klart ud på pengepolitikken. Det betyder, at vi forventer, at Norges Bank forhøjer renten med 25 bp til 0,5 % på mødet i december, efter at de viste globalt lederskab blandt de vestlige landes centralbanker med den første renteforhøjelse allerede i september.

I Norge vægter finansiell stabilitet tungere i Norges Banks pengepolitiske mandat, end det gør i mange andre centralbanker, ligesom gennemslaget fra renteændringer på boligmarkedet er meget direkte og markant i Norge, hvor ¾ af befolkningen er boligejere, og hvor mere end 90 % af boliglånene er variabelt forrentede. Norges Bank er bekymret for et rødglødende norsk boligmarked.

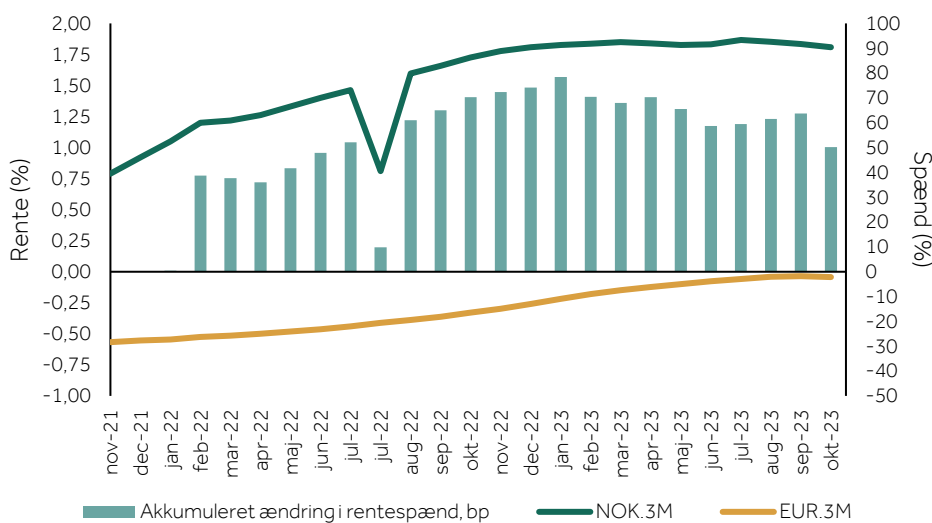
Figur 4: Renteprognose

Ledende renter og rentespænd inkl. prognose



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Figur 5: Renten og rentespænd vil udvikle sig til fordel for NOK



Kilde: Bloomberg og Jyske Bank

Vi forventer i lighed med det norske pengemarked, at Norges Bank vil levere yderligere 4 renteforhøjelser i 2022 og derigennem, at rentespændet til euroområdet udvides med yderligere 75bp i løbet af 2022.

Markedernes indprisering af den pengepolitiske opstramning i Norge er **dog kun forøget med ca. 25bp siden august og dermed før energikrisen**. I vores øjne signalerer dette, at udsigten til renteforhøjelser **ikke** er den primære årsag til efterårets pludselige og kraftige stigning i NOK.

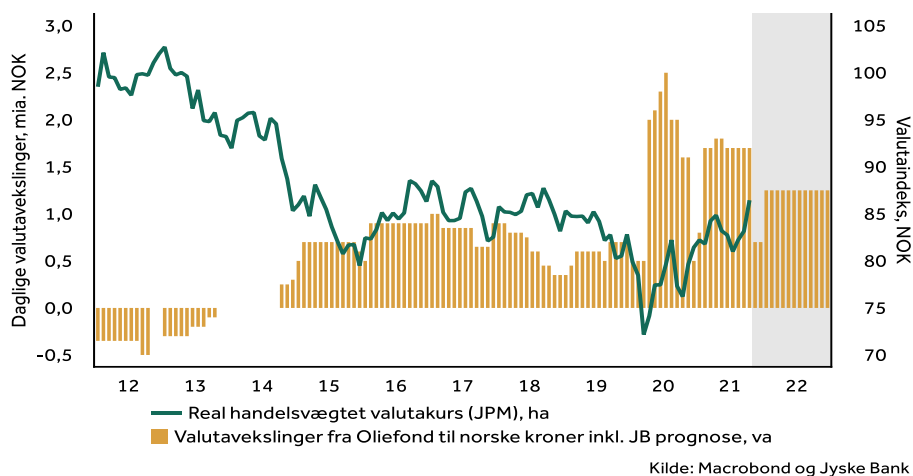
Højere renteafkast for en valuta er uomtvisteligt positivt. I vores øjne skal udsigten til et mere attraktivt renteafkast i NOK holdes op mod det faktum, at rentens historiske indflydelse på norske kroner, jf. figur 3, både er lav og ustabil samtidig med, at **indprisningen af norske renteforhøjelser i væsentligt omfang var indpriset før efterårets pludselige og betydelige stigning i NOK**.

Samlet set vurderer vi, at kommende højere norske renter og spændvidelse til euroområdet ikke er tilstrækkelig til at levere en NOK, som vedvarende handler stærkere end den fundamentale ligevægtskurs (købekraftspariteten) nær EUR 9,60.

Centralbanken mindsker storkøb af NOK i 2022

Den norske regering har fremlagt statsbudgettet for 2022, og bliver det vedtaget, betyder budgettet et underskud på NOK 300 mia. (ca. 25% mindre end i år). På valutamarkedet betyder det, at **Norges Bank skal "finansiere" statens underskud ved at foretage daglige valutaomvekslinger på NOK 1.250 mio. fra den norske oliefond**.

Figur 6 – Norges Banks køber forventeligt 25% færre NOK i 2022 end i år



Markedseffekten af disse betydelige daglige køb af NOK (salg af fremmed valuta) er i vores øjne **ikke** entydigt positive for NOK i 2022. Den absolutte størrelse er stadig stor, men relativt til 2021 vil der ske et forventeligt opkøb på 25% færre NOK, som igen skal holdes op mod valutaflowet ind og ud af Norge. Og det valutaflow fortsætter ufortrødent ud af Norge.

Samlet set vurderer vi, at budgetunderskuddet og de forventede daglige omvekslinger til NOK på 25% lavere end i 2021 kun fremstår svagt positivt for NOK i 2022. Og dermed næppe tilstrækkelig til at levere en NOK, som vedvarende handler stærkere end den fundamentale ligevægtskurs (købekraftspariteten) nær EUR 9,60.

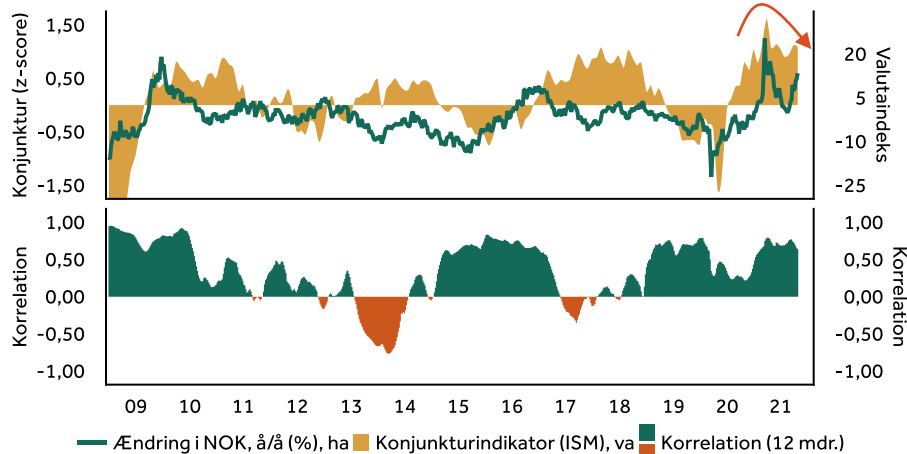
Valutaflow fortsætter ufortrødent ud af Norge

Det kommer næppe som nogen overraskelse, at NOK svinger i takt med den globale konjunkturcyklus, jf. figur 7. Når der er konjunkturfremgang i verden, så

stiger NOK, som vi atter har oplevet det efter det økonomiske chok i forbindelse med COVID19-pandemien. Styrken i konjunkturopgangen efter COVID19-pandemien er i Jyske Banks øjne toppet, og vækstraterne er allerede nu gået fra "fantastiske" til blot solide. Denne relative ændring ser vi som udfordrende for NOK gennem 2022.

Figur 7 – Global konjunkturtop er en udfordring for NOK

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

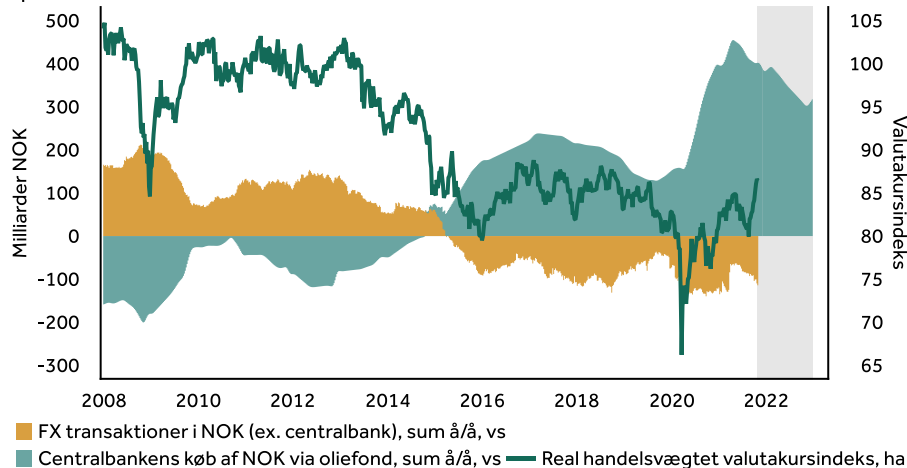


Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Valutaens tætte sammenhæng med den globale økonomiske konjunktur fremstår også tydeligt af vores primære modellering af NOK, hvor de mest betydningsfulde faktorer er cykliske i form af S&P 500 aktieindekset, Brent oliepris og netto valutaflowet* i norske kroner.

Figur 8 – Norges Bank skal kompensere for vedvarende outflow* fra NOK

Spot & forward valutatransaktioner i NOK



Kilde: Norges Banks valutahandelsstatistik, Macrobond og Jyske Bank

* 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](#))

Efterårets pludselige og kraftige stigning i NOK er ikke i overensstemmelse med valutaflowet, som rapporteret af Norges Bank. Valutaflowet viser et nettosalg af NOK trods kursstigningen, jf. figur 8.

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. En energikrise er umiddelbart god for NOK, men en strukturel

aftagende investorappetit for at investere i den fossile energisektor er negativ for Norge og NOK. **Samlet set vurderer vi**, at et strukturelt outflow fra NOK betyder, at NOK kun bliver mere afhængig af aktiviteterne i Norges Bank. I 2022 forventer vi, at Norges Bank vil købe 25% færre NOK end i 2021. En udsigt, som næppe er tilstrækkelig til at levere en NOK, som vedvarende handler stærkere end den fundamentale ligevægtskurs (købekraftspariteten) nær EUR 9,60.

Kommerciel risikostyring af norske kroner og terminsrul

Den norske krone er nu undervurderet med ca. 2 % i forhold til den fundamentale ligevægtskurs (købekraftsparitet) på 0,776. Misprisindegangen af NOK er ikke længere betydende i forhold til den maksimale historiske afgivelse på 28 %, og den optimale risikoafdækning for danske virksomheder ligger nær neutral, som er 63%

Vi kan anbefale følgende modelbaseret risikoafdækning:

Sælger af NOK/DKK	Afdækningsgrad*	Horisont**	Rul af FX termin
Reduceret	56 %	Juni 2022	Kort
Køber af NOK/DKK	Afdækningsgrad*	Horisont**	Rul af FX termin
Forøget	67 %	Oktober 2022	Lang

Kilde: Jyske Bank

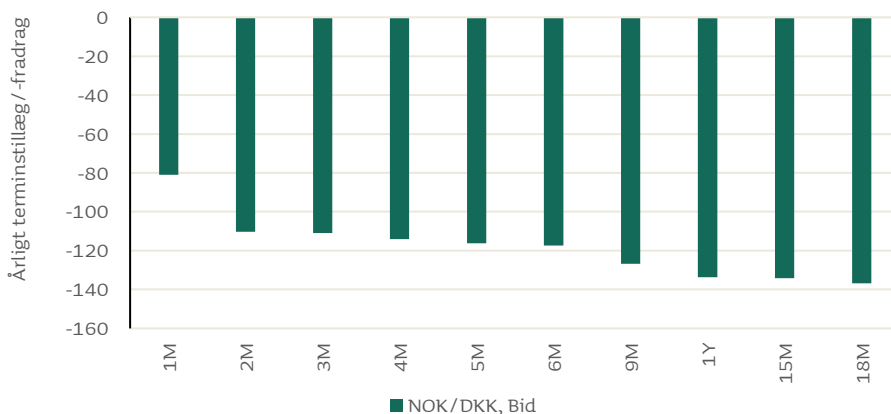
*Afdækningsgrad, Neutral = 1 minus overskudsgrad (10 %) divideret med max. historisk afvigelse fra købekraftspariteten siden 1999 (28 %). **Afdækningshorisont = max. antal afdækningsmåneder fra finanspolitik (18 mdr.) gange afdækningsgrad.

I øjeblikkets markedssituation kan det virke forunderligt, at en eksportør kun anbefales at sikre 56 % af de kommende 18 måneders cash flow. Begrundelsen er, at vores modelbaserede risikoafdækning udspringer af teorien og den praktiske erfaring med, at ekstreme misprisindegninger 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 9, kombineret med pengemarkedets indprisindegning af fire norske renteforhøjelser (+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 9: 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 fremtidige 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.