

2023 slutter med en svagere USD

Skiftende forventninger omkring økonomisk tilbagegang holder USD inden for et interval på 5%. Den relative balance varer ikke ved i hele 2023. Senere i år venter vi mindre pessimisme, og et skifte i pengepolitikken svækker USD mod EUR 1,15 ind i 2024.

- Økonomiske tvivl låser US dollaren i kendt kursinterval
- Senere i 2023 vil en mindre renteforskel svække USD
- Stærkere USD ved dybere recession eller geopolitisk eskalering

Risikomærkning	■ ■ ■ X
Kompleks	X
Ikke-kompleks	

Se venligst de sidste sider for forklaring.

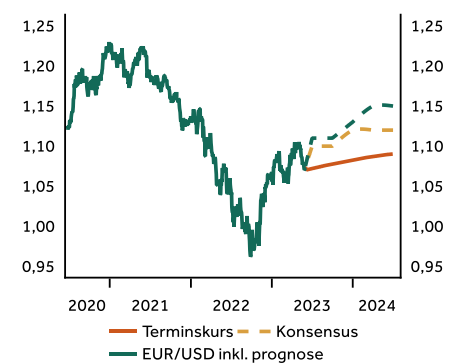
Økonomiske tvivl låser US dollaren i kendt kursinterval

Siden januar er USD blevet handlet i et veldefineret kursinterval mellem EUR 1,05 – 1,11 styret af perioder, hvor aktørerne har vekslet mellem mindre økonomisk pessimisme og retur mod frygten for dybere økonomisk tilbagegang.

Når vi vender blikket og ser på de næste 12 måneder, så er det vores vurdering, at en kort og mild recession i USA omkring 3.-4. kvartal bliver afløst af ny vækst, lavere inflation og derigennem lavere pengepolitiske renter hos Fed. I Europa undgår vi tilbagegang, mens ECB stopper senere end Fed med renteforhøjelser pga. en stædig høj kerneinflation. Og ECB vil helt traditionel tøve længere før centralbanken skifter pengepolitik og sænker renten.

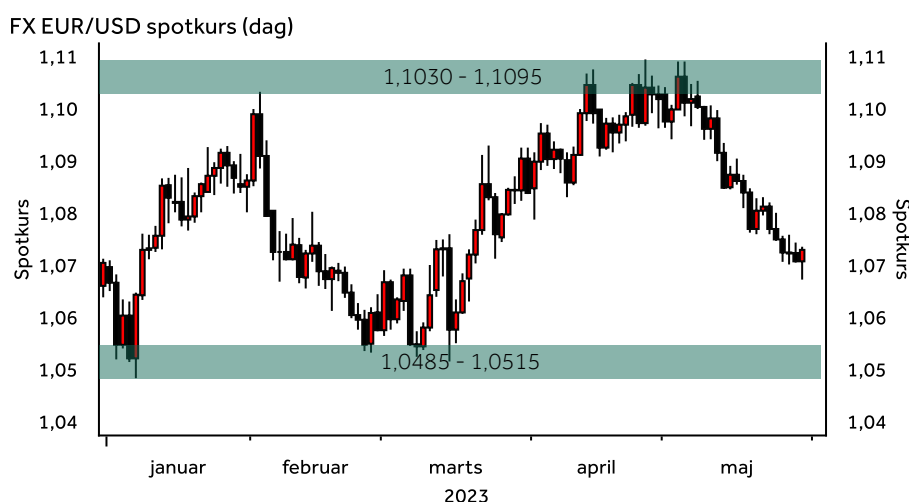
Dette hovedscenarie betyder, 1) at økonomierne ikke ser ind i en dybere tilbagegang med tilhørende forhøjet efterspørgsel efter sikker-havn-valutaen USD, og 2) at rentespændet mellem Europa og USA vil udvikle ugunstigt for USD indtil sommer 2024. Vi forventer derigennem, at USD svækker sig mod topniveauet af dette års kursinterval nær 1,11 og videre opad mod EUR 1,15 (DKK 6,47) i Q1-24 og Q2-24. USD er opjusteret en smule for 2. halvår 2023.

Figur 1: Ny valutaprogno



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Figur 2: USD-interval i 2023 bliver fulgt af en svækket USD mod EUR 1,15 i 2024



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Research, Jyske Markets, Jyske Bank A/S
Valuta- og oliestrateg,
Jan Bylov
+45 89 89 71 68
jan.bylov@jyskebank.dk

Analytikerassistent,
Naveed Neghabat
+45 89 89 71 49
nne@jyskebank.dk

Vigtig investorinformation:
Se materialets sidste sider.

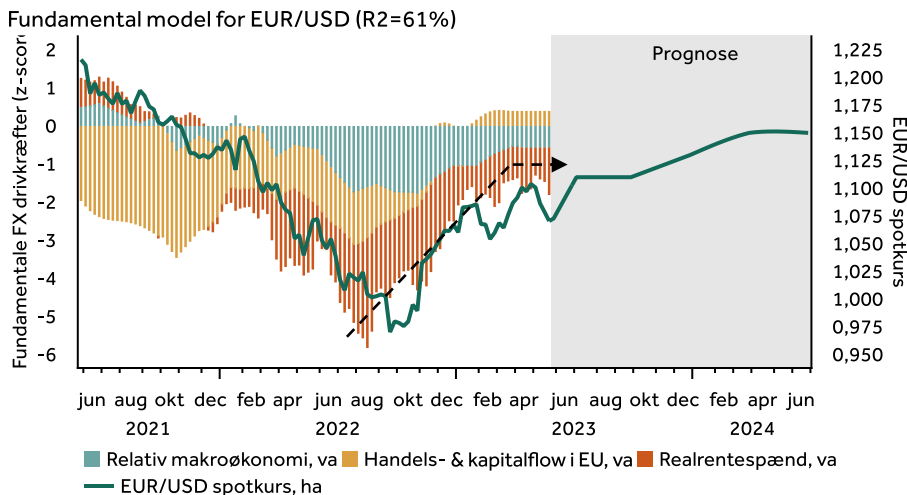
Tabel 1 Valutaprogno	Q3-23	Δ	Q4-23	Δ	Q1-23	Δ	Q2-24	NY
EUR	1,11	-0,9%	1,13	-1,8%	1,15	0%	1,15	0%
DKK	6,70	+0,9%	6,64	+1,8%	6,47	0%	6,47	0%

Note: Δ er ændringen fra sidste valutaprogno. Kilde: Jyske Bank

Senere i 2023 vil en mindre renteforskel svække USD

De økonomiske nøgletal begyndte at overraske negativt i slutningen af marts, og efterfølgende har USD fået et comeback, som endnu en gang fastslår, at EUR/USD befinder sig i et veldefineret handelsinterval mellem EUR 1,05 – 1,11. Stabiliseringen i EUR/USD bliver også bekræftet af, at øvrige valuta-fundamentaler bevæger sig sidelæns, jf. figur 4, og en Fair-Value beregnet med valuta-fundamentaler er lige nu nær EUR 1,11.

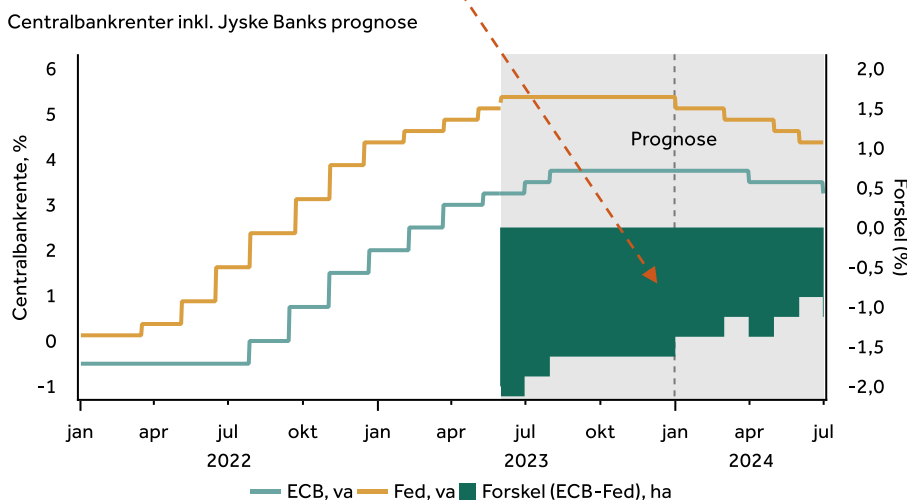
Figur 3: Valuta-fundamentaler er bremset op siden marts



Klassiske valuta-fundamentaler består af realrenteforskel, handels- & kapitalflow, og makroøkonomiske forskelle.

Fremadrettet viser Jyske Banks seneste udgave af Global Økonomi ([her](#)), at både makroøkonomien og de pengepolitiske renter vil udvikle sig til ugunst for USD ind i 1. halvår 2024. Det er samtidig vigtigt at slå fast, at udviklingen i rentespænd har en langt større påvirkning af valutakursen end udviklingen i makroøkonomien mellem eurozonen og USA. En indsigt vi tager hensyn til i valutaprognosen.

Figur 4: Renteforskel vil udvikle sig ugunstigt for USD de næste 12 mdr.



Læs mere uddybende om Jyske Banks forventninger i Global Økonomi ([her](#)).

Vi forventer, at ECB stopper sine renteforhøjelser senere end FED, og at Fed begynder at sænke renten tidligere end ECB, jf. figur 4. Udsigten til en indsnævring i rentespændet mellem EUR og USD bevirker, at vi forventer, at USD senere i 2. halvår bliver svækket mod EUR 1,11 og ultimo 2023 bryder nedad mod EUR 1,15.

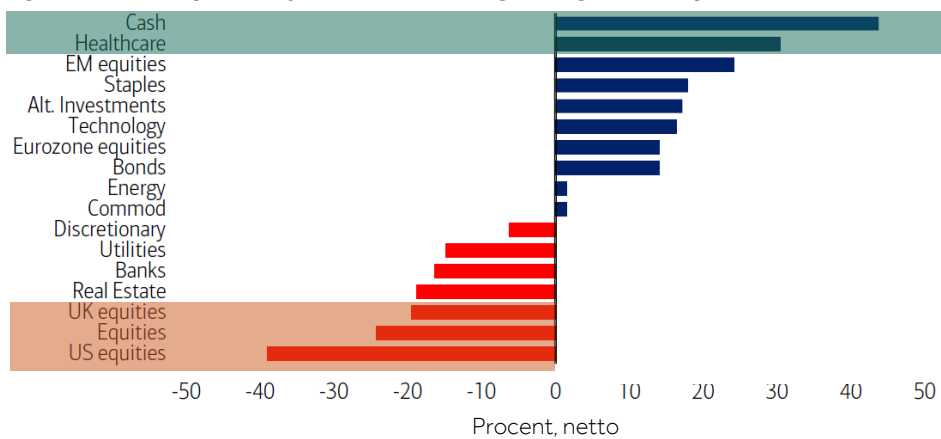
Stærkere USD ved dybere recession eller geopolitisk eskalering

Dette er vores risikoscenarie for USD. En uventet stærkere USD, som bryder gennem EUR 1,05 (kursbund i EUR/USD hidtil i 2023) har en lav – men ikke urealistisk – sandsynlighed.

Konsensus for de økonomiske prognoser for 2023 blev opjusteret fra begyndelsen af 2023 til "mindre pessimistiske" og med en samlet global vækst på +2,6%. Vi kan dog stadig observere, at globale kapitalforvaltere fastholder deres meget defensive sammensætning af porteføljerne, hvilket tydeligvis afspejler udbredt frygt og usikkerhed om fremtiden.

Såfremt virkeligheden i 2023 og ind i 2024 viser sig værre end allerede frygtet vil efterspørgslen efter sikker-havn-valutaen USD tage til, og USD stiger i kurs.

Figur 5: Absolut porteføljeover-/undervægt hos globale kapitalforvaltere

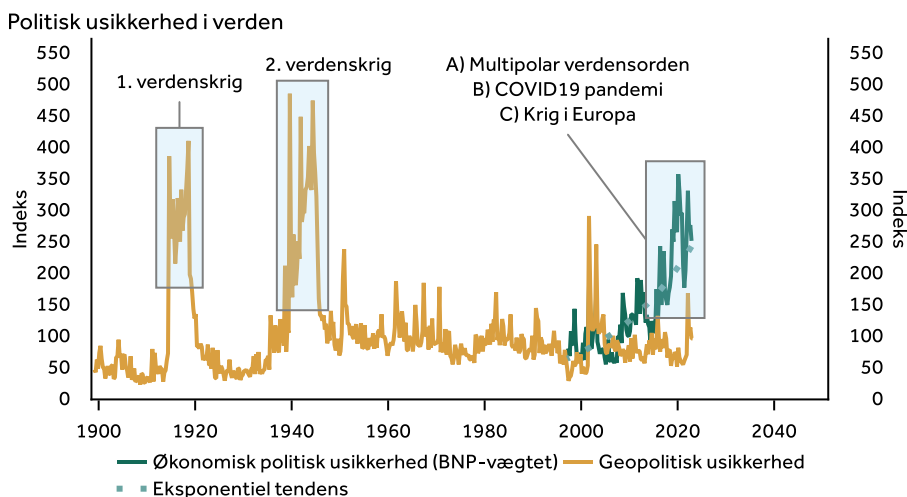


International spørgeundersøgelse omkring globale kapitalforvalteres sammensætning af deres investeringsporteføljer.

Kilde: BofA GFM og Jyske Bank

Efterspørgslen efter USD kan også tage til gennem en **eskalering af de geopolitiske konfrontationer**: 1) Kina – Strategisk udfordrer til USA og "ubegrænset ven med Rusland", 2) Rusland – Søger relevans i Verden med aggression og energiresourcer, og 3) Iran – Regimeoverlevelse gennem undertrykkelse og atomvåben. I givet fald kan USD stige mod EUR 0,95 (DKK 7,80)

Figur 6: Strukturel stigende usikkerheden i verden siden Finanskrisen



Læs evt. mere uddybende omkring geopolitiske risici og en multipolar deling af magten i verden [her](#).

Kilde: Macrobond, Economic Policy Uncertainty 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://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.
- 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.

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.

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

Renteprognosen 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 ad-hoc.

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.