

En svagere US dollar ind i 2024

Intervalhandlen i USD fortsætter ikke året ud. USA's økonomi vil klare sig lidt dårligere end i Europa, som samtidig ændrer pengepolitikken, så rentespændet udvikler sig til ugunst for USD. Vi venter en lidt svagere USD. Risikoscenariet er en værre global økonomi og geopolitik, som styrker USD.

- USA overrasker og låser USD mellem EUR 1,05 – 1,11
- Ny USD-svækkelse via mindre rentespænd og svagere makro i USA
- Dybere recession eller geopolitisk eskalering giver stærkere USD

Risikomærkning	■ ■ ■ X
Kompleks	X
Ikke-kompleks	

Se venligst de sidste sider for forklaring.

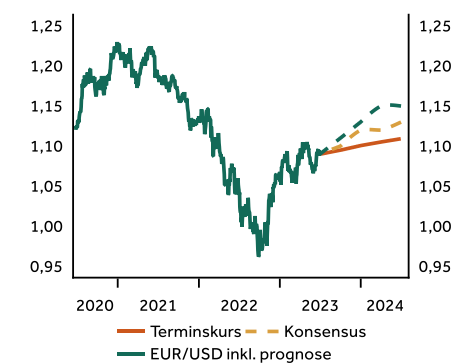
USA overrasker og låser USD mellem EUR 1,05 – 1,11

De amerikanske makroøkonomiske nøgletal har i år overrasket positivt modsat Europa, og verdens mest handlede valutakryds befinder sig ufortrødent i et veldefineret kursinterval mellem EUR 1,05 – 1,11. Samtidig er efterspørgslen efter amerikanske aktiver, specielt aktier, taget til, og helt traditionelt løfter det behovet for USD.

Fremadrettet er det vores vurdering og hovedscenarie, at USD vil opleve en mindre svækkelse ind i 2024 drevet af **1)** en mild amerikansk recession, mens Europa kun oplever stagnation, **2)** ECB løfter de ledende renter i længere tid end Fed, som får rentespændet til at udvikle sig ugunstigt for USD, og **3)** geopolitisk eskalering udebliver, og den forhøjede efterspørgsel efter amerikanske aktier (især AI-relateret) aftager.

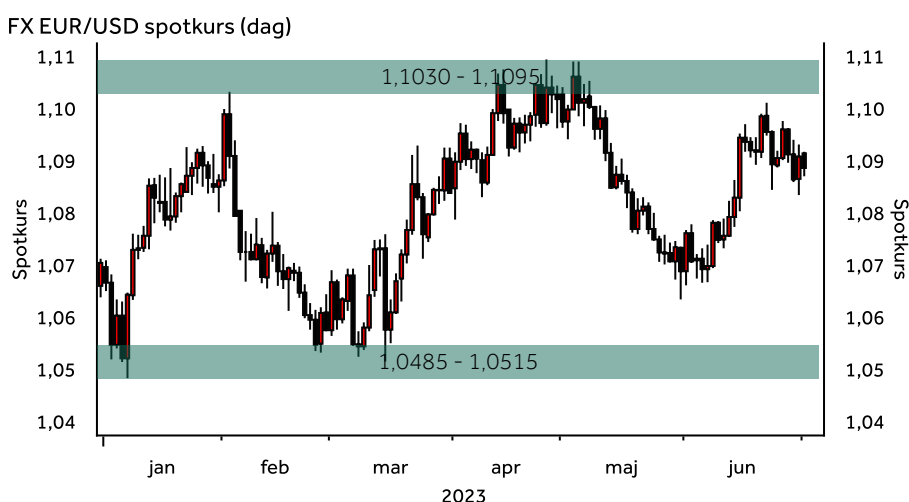
Konsekvenserne af vores hovedscenarie er, at USD vil svække sig mod topniveauet af dette års kursinterval nær 1,11 og videre opad mod EUR 1,15 (DKK 6,47) i Q1-24 og Q2-24. Valutaprognosen er uændret.

Figur 1: Valutaprognose



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Figur 2: Årets USD-stabilisering bliver fulgt af ny USD-svækkelse ind 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,
Janick Rommers
+45 89 89 71 51
jaro@jyskebank.dk

Vigtig investorinformation:
Se materialets sidste sider.

Tabel 1 Valutaprognose	Q3-23	Δ	Q4-23	Δ	Q1-23	Δ	Q2-24	Δ
EUR	1,11	0%	1,13	0%	1,15	0%	1,15	0%
DKK	6,70	0%	6,64	0%	6,47	0%	6,47	0%

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

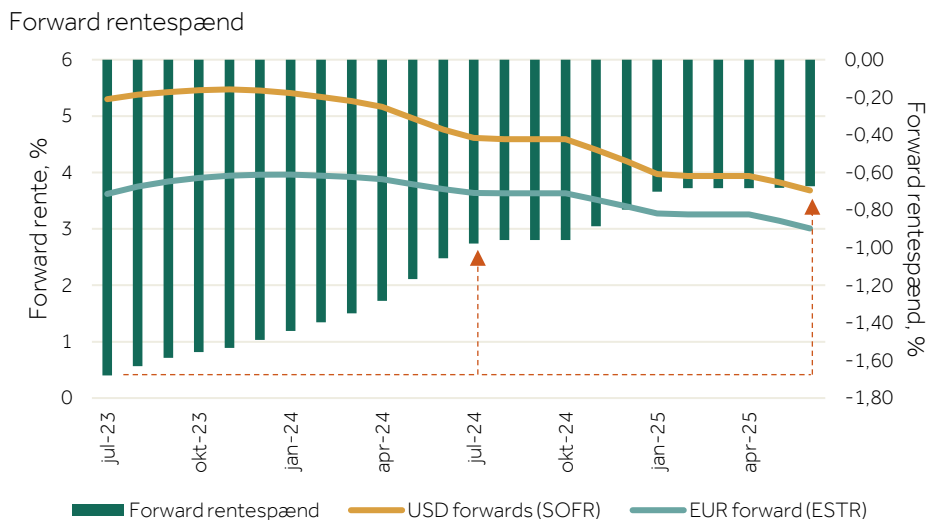
Ny USD-svækkelse via mindre rentespænd og svagere makro i USA

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.

Stagnation i Europæisk økonomi vil være relativt bedre end en forventet mild økonomisk recession i USA, og eftersom vi kun venter en mild amerikansk recession, udmønter situationen sig **ikke** til en kapitalsøgen efter sikker-havn-valutaer (som f.eks. USD). Den makroøkonomiske udvikling vil dermed presse USD.

Når vi retter blikket mod **rentemarkederne**, så peger både Jyske Banks pengepolitiske prognoser og pengemarkedets prisning mod, at det vigtige rentespænd mellem Europa og USA udvikler sig ugunstigt for USD de næste 2 år, jf. figur.

Figur 3: Pengemarkedet priser spændindsnævring på hhv. 60 og 40 bp i 2024-25



Kilde: Bloomberg og Jyske Bank

I vores modelleringer af valutakrydset EUR/USD bliver rentespændet kun overgået i vigtighed (forklaringsgrad) af **amerikanske aktiers relative afkast i forhold til resten af verden**. Slår USA resten af verden, så tenderer USD til at stige, og netop den situation har siden marts løftet USD.

Det er vores vurdering, at den forhøjede efterspørgsel efter amerikanske aktier primært er drevet af investeringstemaet omkring kunstig intelligens (se evt. vores [TV-indslag om AI](#)). Vi er ikke overbeviste om, at det særskilte AI-tema kan fastholde en forhøjet efterspørgsel efter amerikanske aktier (og USD) gennem de næste 12 måneder.

Siden marts er AI-relaterede aktier således steget 49%, mens SP500 er steget 12%, og denne relative tendens vurderer vi kvalitativt ikke vil fortsætte. Historisk har perioder med højere afkast på amerikanske aktier i forhold til Europa og den øvrige verden været styret af 1) geopolitiske konfrontationer, 2) global vækstafmatning/recession, og 3) amerikanske aktiers høje egenkapitalforrentning (ROE). I det perspektiv argumenterer vi, at et smalt investeringstema (AI) næppe har potentialet til at sikre fortsat outperformance af både amerikanske aktier og USD gennem de næste 12 måneder.

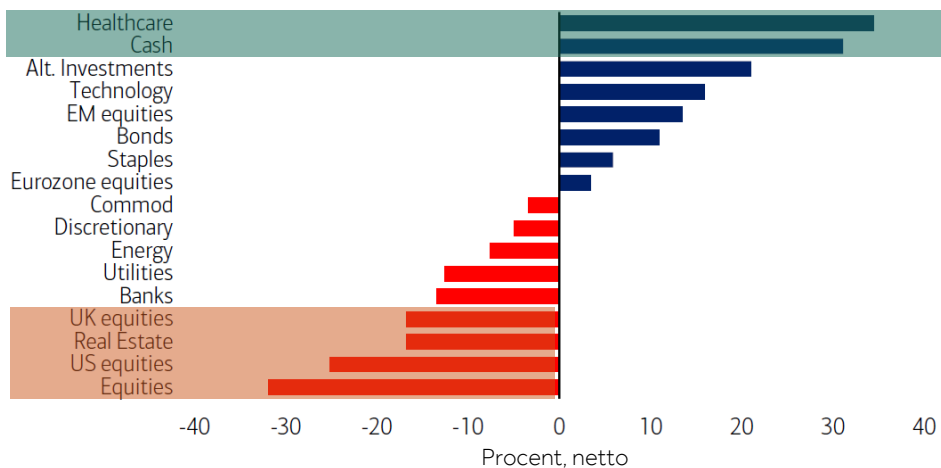
Dybere recession eller geopolitisk eskalering giver stærkere USD

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 den globale økonomi for 2023 er siden årets start blev opjusteret til en vækst på +2,6%. Globale kapitalforvaltere fastholder dog deres meget defensive sammensætning af porteføljerne, hvilket tydeligvis afspejler udbredt frygt og usikkerhed om fremtiden.

Af disse observationer udleder vi, at såfremt virkeligheden i 2023 og ind i 2024 viser sig værre end allerede frygtet, jf. figur 5, så vil efterspørgslen efter sikkerhavn-valutaen USD tage til, og USD stiger i kurs.

Figur 5: Absolut porteføljeover-/undervægt hos globale kapitalforvaltere

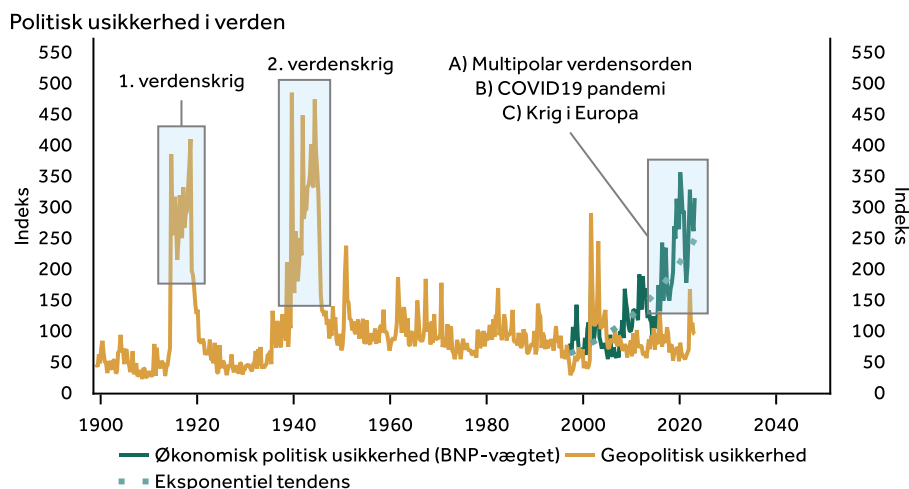


International spørgeundersøgelse omkring globale kapitalforvalteres sammensætning af deres investeringsporteføljer.

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



Kilde: Macrobond, Economic Policy Uncertainty og Jyske Bank

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

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.

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.

Kvantitative anbefalinger på enkeltsekskaber 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 scenarioanalyse 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

- 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 scenarioanalyse 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.

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.

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.