

Kapitalen strømmer mod USA – ingen svag US dollar

En historisk stor omrokering af investeringer hos globale kapitalforvaltere fra Asien til USA kombineret med udsigten til begrænsede makro- og renteforskydninger i 2024 signalerer intervalhandel i USD næste år. Risikoscenariet er en værre global økonomi og geopolitik, som styrker USD.

- USA overrasker, mens Europa og Kina skuffer
- Mindre makro- og renteforskelle giver intervalhandel i 2024
- Risikoscenarie: Dybere recession eller geopolitisk eskalering

Risikomærkning	■ ■ ■ X
Kompleks	X
Ikke-kompleks	

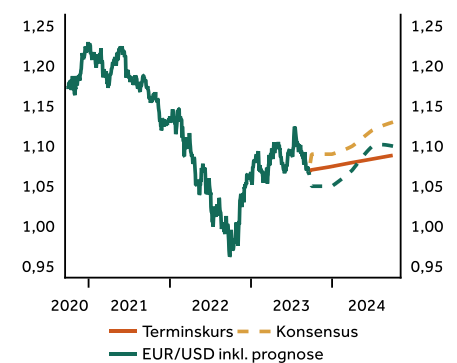
Se venligst de sidste sider for forklaring.

USA overrasker, mens Europa og Kina skuffer

Blandt årets større overraskelser på de finansielle markeder har været den amerikanske økonomis modstandsdygtighed og stadigt stigende amerikanske renter, mens euroområdet og Kina modsat lider af skuffede makroøkonomiske forventninger. Kapitalbevægelserne i verden er påvirket af overraskelserne, hvilket vi bl.a. kan se udtrykt i tre perioder med større comeback til dollaren (USD), jf. figur 2. De gentagne comeback til USD rejser alvorlige spørgsmål ved, om udsigterne for makro- og renteforskelle i 2024 har et så tilstrækkeligt omfang, at en ny større trend for USD fremstår realistisk eller ej.

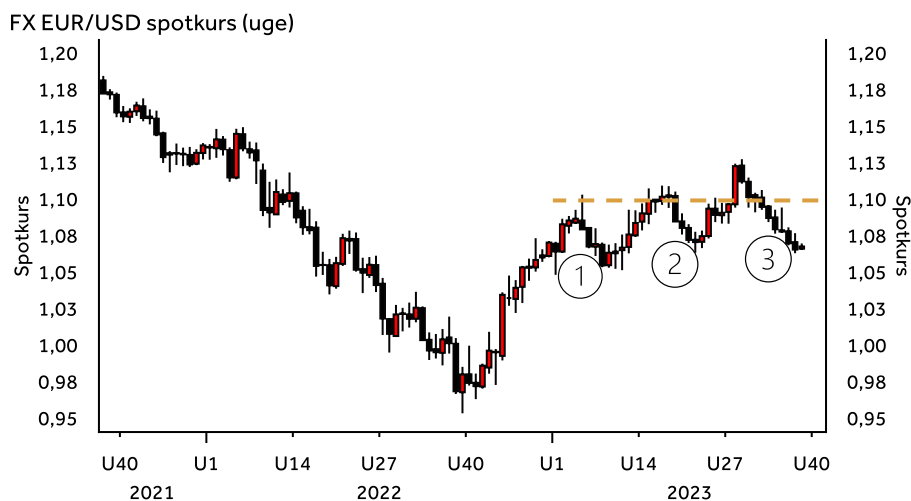
Det er vores vurdering, at der ikke længere eksisterer et tilstrækkeligt grundlag fra makro- og renteforskelle til at forvente, at USA vil gøre det så særskilt dårligt i 2024 at USD bliver svækket i et omfang, som overstiger de laveste niveauer set i 2023 (EUR 1,1275 og DKK 6,6080). Vi annullerer udsigten til et større USD-fald i 2024.

Figur 1: Ny valutaprogno



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Figur 2: Tredje store comeback til USD i 2023... på makro, renter og flow



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

"September saw a [historic] record jump in FMS investors' allocation with a shift into US equities and out of EM equities."

Kilde: BofA GFM og Jyske Bank

Fremadrettet er vores vurdering og hovedscenarie: Et historisk stort kapitalinflow i USA i august/september og væk fra Asien udfordrer markedseffekten om en USD-svækkelse i 2024 drevet af Jyske Banks forventede makro- & renteforskelle mellem USA og euroområdet. Det er Jyske Banks forventning til 2024, at USA oplever en mild recession og sænker renten 150bp, mens Europa fortsætter sin stagnation og sænker renten 50bp. En forventet indsnævring i rentespændet på 100bp, mens pengemarkedet kun indpriser en indsnævring på 12bp i favør af EUR.

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.

Vi justerer markedskonsekvenserne af vores hovedscenarie og ser nu en lav sandsynlighed for en større USD-svækkelse, og en høj sandsynlighed for, at valutamarkedet fastholder USD i et handelsinterval mellem EUR 1,05 – 1,10, som i kroner svarer til DKK 6,77 – 7,11. Optionsmarkedet priser pt. EUR 1,00 – 1,17 og DKK 6,38 – 7,45).

USD er hermed opjusteret væsentligt i vores nye valutaprognose:

Tabel 1 Ny valutaprognose		Q4-23	Δ	Q1-24	Δ	Q2-24	Δ	Q3-24	Δ
EUR	1,05	-7,1%	1,07	-7,0%	1,10	-4,3%	1,10	Ny	
DKK	7,11	6,1%	6,98	6,0%	6,77	4,7%	6,76	Ny	

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

Mindre makro- og renteforskelle giver intervalhandel i 2024

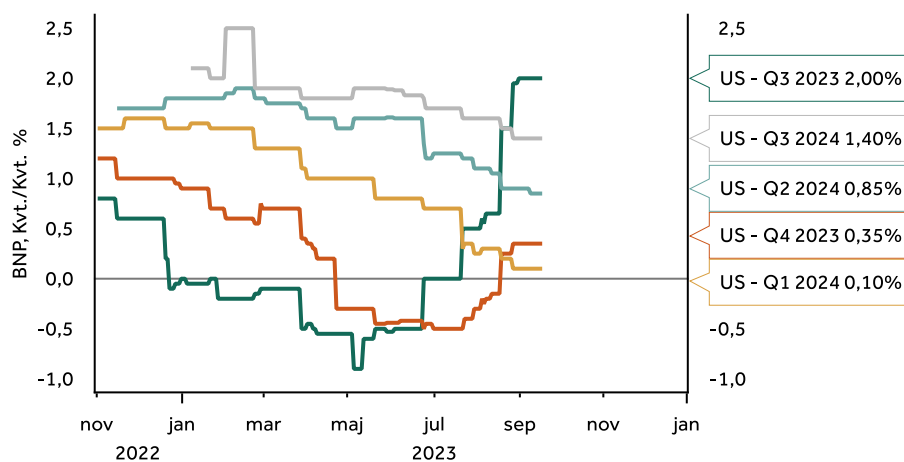
Der har været udbredte forventninger om en amerikansk økonomisk recession i 2023. Forventninger, som har vist sig forkerte, og konsensusforventningen til BNP i 2023 er løbende blevet opjusteret siden midten af året. Forventningerne om økonomisk tilbagegang er derimod blevet udskudt til hen mod 1. halvdel af 2024, jf. figur 3. Sideløbende i euroområdet er de økonomiske forventninger for både 2023 og 2024 blevet svagt nedjusteret mod stagnation – ikke recession.

Jyske Bank forventer sammen med konsensusopfattelsen, at en mild recession i USA indtræder i 2024, mens stagnation dominerer i euroområdet.

Heraf udleder vi, at 2024 bliver præget af begrænsede makroforforskelle og derigennem begrænsede ændringer i kapital-flowet ind i dollaraktiver. Afsmitningen til valutamarkedet venter vi bliver tilsvarende lavt.

Figur 3: Makro stabilitet i EU, så USA bliver svingfaktor i 2024

USA - Konsensus BNP-prognose



Kilde: Macrobond, Bloomberg og Jyske Bank

Af de makroøkonomiske forventninger udleder Jyske Bank, at den amerikanske centralbank, Fed, sænker den pengepolitiske rente med 150bp, mens ECB i euroområdet i begrænset omfang følger efter og sænker renten med 50bp.

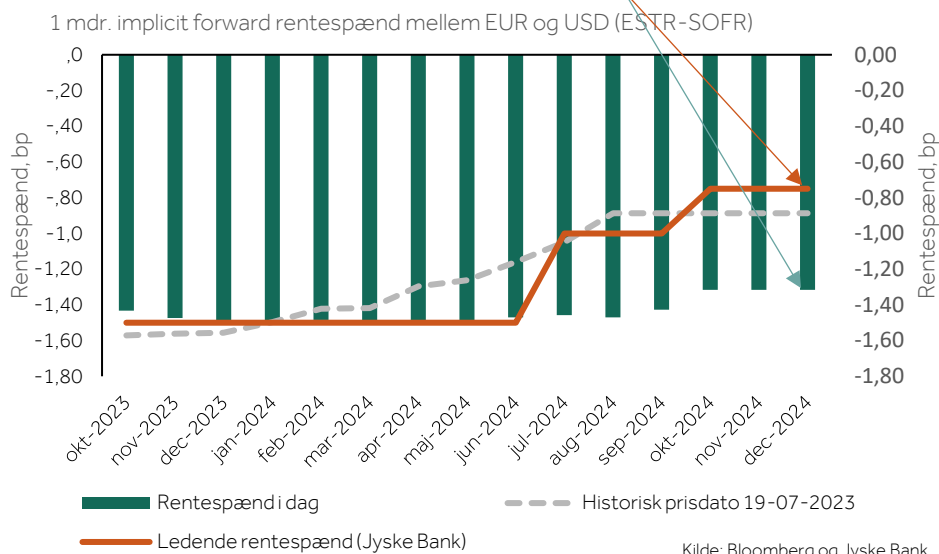
For valutamarkedet, hvor renteforskelle er vigtige, signalerer vores pengepolitiske prognoser, at rentespændet bliver indsnævret, så det bliver 100bp mindre

attraktivt at eje USD (husk: renten er stadig højere i USA end i euroområdet). Umiddelbart signalerer retningen en svagere USD.

Vi er dog ikke fuldt overbeviste om markedseffekten, når vi samtidig ser på pengemarkedets indprisering af rentespændets udvikling i 2024. Mens Jyske Bank forventer en indsnævring på 100bp, så priser pengemarkedet en indsnævring på blot 12bp, jf. figur 4.

Heraf udleder vi, at der er en forhøjet usikkerhed for, om rentespændets udvikling bliver en væsentlig drivkraft for USD i 2024.

Figur 4: Usikkert omfang af rentespændsindsnævring i disfavør af USD



Konsekvenserne af 1) relativt begrænsede makroforforskelle mellem USA og euroområdet og 2) usikre udsigter for udviklingen i rentespændet mellem EUR og USD i 2024 kan vi ikke modellere kvantitativt, men alene kvalitativt. Vi vurderer, at der er en høj sandsynlighed for, at EUR/USD bliver handlet i et snævert kursinterval. På vej mod årets sidste kvartal venter vi en lidt stærkere USD-tone, og en lidt svagere USD, når vi bevæger os ind i 2024. Mens valutaoptionsmarkedet priser et årsinterval for 2024 på EUR 1,00 – 1,17, så forventer vi et mere snævert interval på EUR 1,05 – 1,10. I kroner svarer intervallet til DKK 6,77 – 7,11.

Der eksisterer dog et realistisk risikoscenarie, som kan sende USD højere.

Figur 5: I et historisk perspektiv er USD ufortrødent svagt stigende



Der har i 2023 floreret mange artikler om en strukturelt svagere USD. Baseret på klassisk markedsadfærd (momentum & pristrend) eksisterer der ingen bekræftelse på en sådan svag-USD-hypotese.

Dybere recession eller geopolitisk eskalering giver stærkere USD

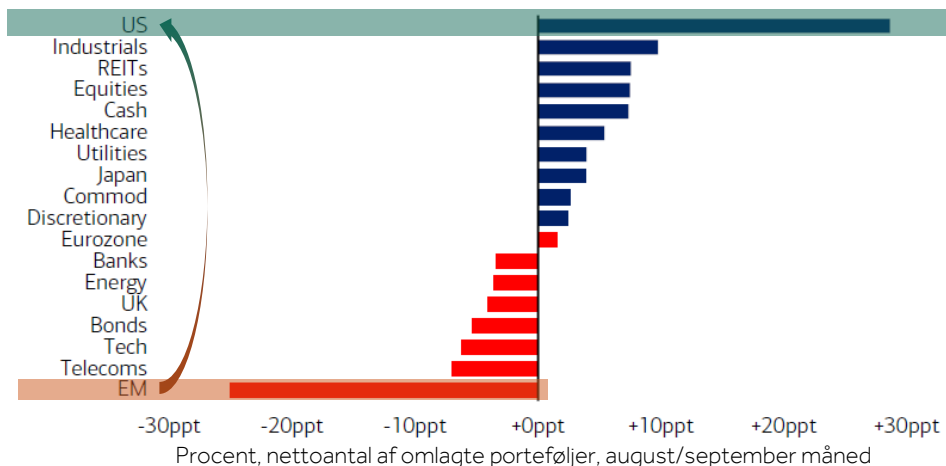
Dette er vores risikoscenarie for USD. En uventet meget stærkere USD, som bryder mere vedvarende gennem EUR 1,05 og fortsætter nedad mod EUR 0,95 (kursbund fra september 2022). Et risikoscenarie, som vi tillægger en **lav – men ikke urealistisk – sandsynlighed**.

Dybere økonomisk recession

Genåbningen af den kinesiske økonomi efter landets langstrakte pandemiedlukning har ikke levet op til markedernes vækstforventninger. Et Kina i et lavere gear rammer også det øvrige Asien, og en udbredt brug af USD-finansiering i Emerging Markets-landene rammer sideløbende regionen negativt pga. den kraftige pengepolitiske opstramning i USA. Situationen har medvirket til en historisk stor omlægning i de globale kapitalforvalteres allokeringer fra Asien til USA gennem august og ind i september måned.

Omallokeringerne har helt naturligt løftet USD, og udvikler verdensøkonomien sig væsentligt mere negativ end konsensusforventningen for 2024 (+2,7%), så venter vi, at kapitalen vil fortsætte med at strømme mod verdens bredeste, dybeste og mest likvide marked i USA... og trække USD med opad mod EUR 0,95.

Figur 6: Globale kapitalforvaltere i historisk stor omlægning fra EM til USA



Kilde: BofA GFM og Jyske Bank

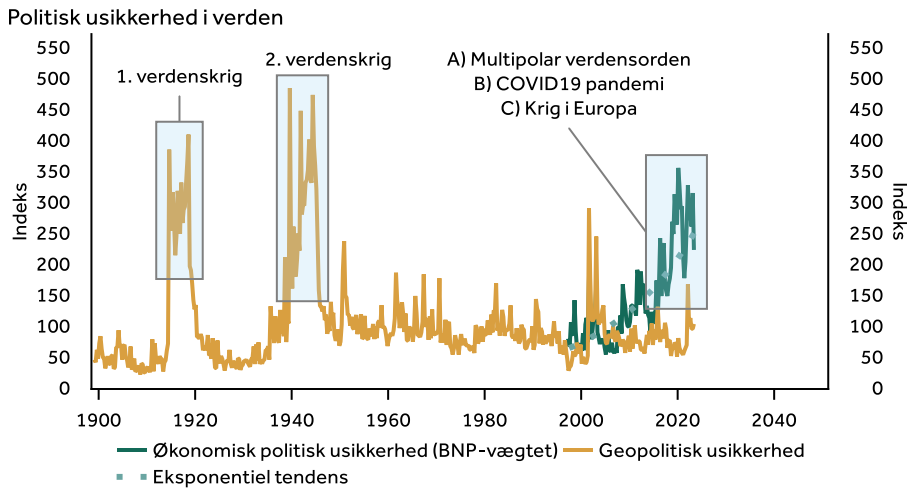
Geopolitisk eskalering

Efterspørgslen efter USD kan også tage til gennem en **eskalering af de geopolitiske konfrontationer**:

- **Kina:** Strategisk udfordrer til USA og "ubegrænset ven med Rusland". Uanset udfaldet af det amerikanske præsidentvalg i 2024 vil USA fastholde Kina som strategisk modstander.
- **Rusland:** Søger relevans i verden med aggression og energiressourcer. Jo mere succesfuld Ukraines modoffensiv mod invaderende Rusland fremstår i optakten til det russiske præsidentvalg i marts 2024, jo større er sandsynligheden for et modsvar fra Putin.
- **Iran:** Regimeoverlevelse gennem undertrykkelse og uranberigelse/atomvåben.

En cyklisk eskalering i en strukturelt stigende politisk usikker verden kan løfte USD mod EUR 0,95 (DKK 7,80), jf. figur 7, drevet af kapitalens traditionelle flugt mod sikker havn i det amerikanske kapitalmarked.

Figur 7: Strukturel stigende usikkerheden i verden siden Finanskrisen



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.

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.