

USD fanget mellem magiske 7 og opjusteret vækst

Makroøkonomiske og pengepolitiske ubalancer mellem USA og euroområdet er begrænsede og kun svagt til ugunst for US dollaren ind i 2025. Vi venter en lidt svagere USD mod 2. halvår og et comeback i starten af 2025. Dermed forbliver USD overordnet fanget i et velkendt kursinterval.

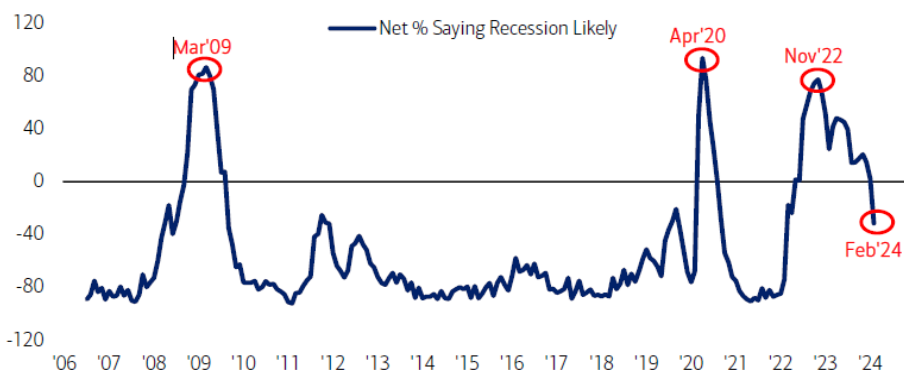
- Svage ubalancer holder USD i kendt kursinterval
- Hovedscenarie: Europa gør det bedre end USA mod 2025
- Risikoscenarie: Dybere recession eller geopolitisk eskalering

Svage ubalancer holder USD i kendt kursinterval

I den relative skønhedskonkurrence mellem valutaerne skal der tydelige ubalancer til, for at igangsætte og fastholde store og vedvarende kursbevægelser måned efter måned. Der er vores vurdering, at hverken opjusterede vækstudsigter, pengepolitiske forskelle eller de 7 magiske amerikanske aktier mod 2025 vil kunne foranledige et permanent brud med det velkendte kursinterval siden 2023 (omkring EUR 1,05 – 1,11 og DKK 7,08 – 6,70).

Siden 2022 har verden oplevet vækstafmatning, og der har været mange kald om økonomisk recession og ikke mindst i USA. Negative forventninger, som gang på gang er blevet udskudte, og siden årets begyndelse kan vi konstatere, at vækstudsigterne for de fleste ledende lande i verden er blevet opjusteret/mindre dystre. I en undersøgelse hos globale kapitalforvaltere er der således ingen, som længere forventer en global økonomisk recession, jf. figur 2. Også her i Jyske Bank er vi blevet mindre pessimistiske, og vi venter ikke nogen global nedtur.

Figur 2: Ingen global recession er ny konsensusforventning



Kilde: BofA GFM og Jyske Bank

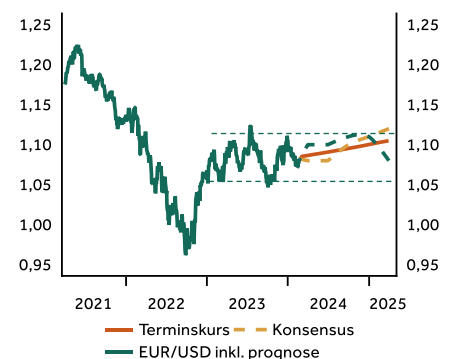
USD er historisk en modcyklisk valuta, og når de globale vækstudsigter bliver opjusteret, så tenderer USD til at blive svækket. Vi ser dog et ikke uvæsentligt risikoscenarie, og samlet set har vi kun foretaget mindre justeringer af USD, og USD er stadig fastholdt i et relativt snævert kursinterval.

Ny USD valutaprogno:

Tabel 1 - Ny valutaprogno	Q2-24	Δ	Q3-24	Δ	Q4-24	Δ	Q1-25	Δ
EUR	1,10	-0,9%	1,11	-1,8%	1,11	+1,8%	1,08	Ny
DKK	6,77	0,9%	6,70	1,8%	6,70	-1,8%	6,89	Ny

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

Figur 1: Ny valutaprogno



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Jyske om Økonomien:

Verdensøkonomien har været robust over for de høje renter. Vi er blevet mindre pessimistiske på USA på kort sigt, hvor recessionsrisikoen er faldet. Globalt forventer vi lavvækst i 2024 og 2025, men ikke nedtur, hvilket aktiemarkedene delvist allerede har købt ind på med optimisme. Den lavere inflation vil føre til rentenedsættelser, men centralbankerne risikerer at blive tvunget at stoppe nedsættelserne, hvis lønpresset ikke aftager.

Research, Jyske Markets, Jyske Bank A/S

Energi- og valutastrateg,
Jan Bylov
+45 89 89 71 68
jan.bylov@jyskebank.dk

Chefanalytiker,
Rasmus Gudum-Sessingø
+45 46 79 16 19
rasmus.gudum@jyskebank.dk

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

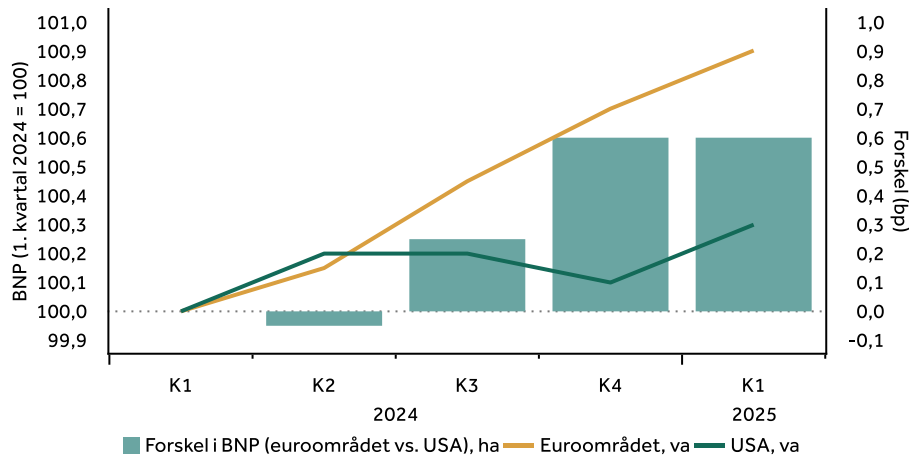
Vigtig investorinformation:
Se materialets sidste sider.

Hovedscenarie: Europa gør det bedre end USA mod 2025

I Jyske Banks nyeste økonomiske analyse undgår USA en økonomisk recession på vejen mod 2025, mens euroområdet oplever en svag fremgang, jf. figur 3. Konsekvensen er en relativ vækstfordel for euroområdet, som kan tiltrække kapital og potentielt mindske efterspørgslen efter amerikanske aktiver. Altså, en rygvind til euro-valutaen over for USD.

Figur 3: Euroområdets økonomi slår USA mod 2025

Jyske Bank økonomisk prognose

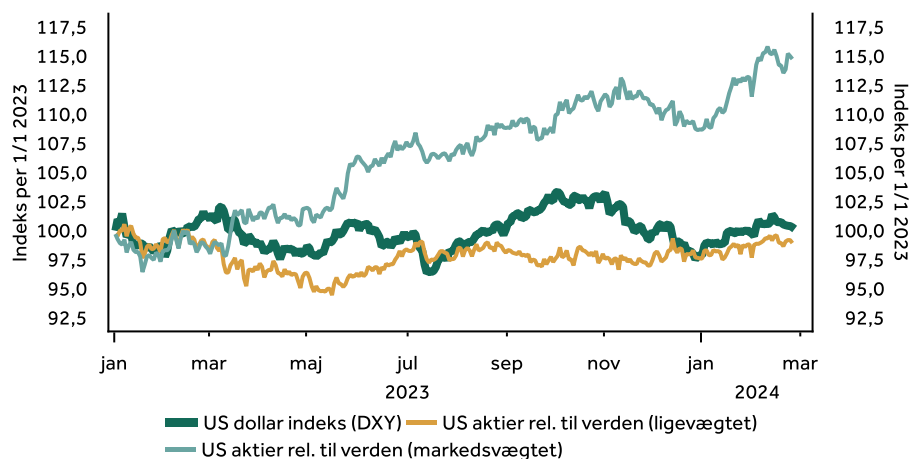


Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Og det er en sandhed med modifikation. Det er således et fakta, at 7 magiske aktieselskaber (Nvidia, Microsoft, Amazon, Meta, Apple, Alphabet og Tesla) hører til i USA, og selskaberne har siden begyndelsen af 2023 tiltrukket betydelig international kapital (og USD-efterspørgsel). Og den historiske USD-udvikling har en tæt sammenhæng med amerikanske aktiers afkast i forhold til den øvrige verden. Altså, når amerikanske aktier slår verden, så tenderer USD til at være stigende. Og det er vores vurdering, at det fantastiske afkast i de magiske 7 selskaber er medvirkende til at skabe en stærkere USD, end hvad andre drivkræfter tilsiger. Hermed er det ikke givet, at relativt bedre vækstudsigter i euroområdet kan trække kapital væk fra USA og ind i Europa/eurozonen.

Figur 4: Magiske 7 amerikanske aktier tiltrækker kapital til USA og USD

US dollar og amerikanske aktier relativt til verden



Kilde: Macrobond, Bloomberg og Jyske Bank

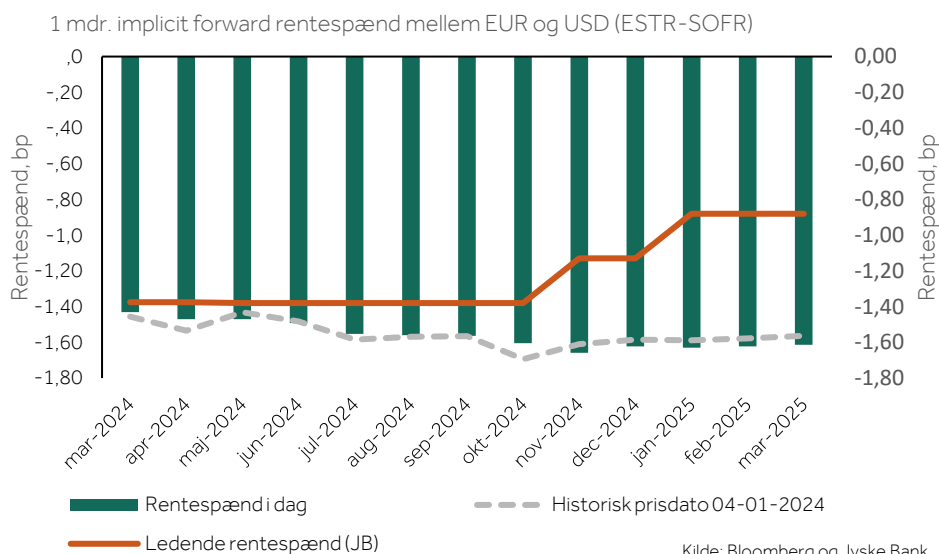
De opjusterede vækstudsigter siden årets begyndelse har samtidig resulteret i en nedjustering af de forventede mange rentenedsættelser af centralbankerne i USA (Fed) og i euroområdet (ECB). Her i Jyske Bank venter vi, at Fed sænker den pengepolitiske rente 150bp mod 1. kvartal 2025, mens ECB i euroområdet i mere begrænset omfang følger efter og sænker renten med 100bp, se tabel 2.

For valutamarkedet, hvor renteforskelle er vigtige, signalerer Jyske Banks pengepolitiske prognoser, at rentespændet bliver indsnævret, så det bliver 50bp mindre attraktivt at eje USD hen mod 1. kvartal 2025. Umiddelbart signalerer retningen en svagere USD.

Tabel 2: Prognose for ledende rente

Tid	EUR	USD	Spænd
Spot	4,00	5,38	-1,38
Q2-24	3,75	5,13	-1,38
Q3-24	3,50	4,88	-1,38
Q4-24	3,25	4,38	-1,13
Q1-25	3,00	3,88	-0,88

Kilde: Jyske Bank

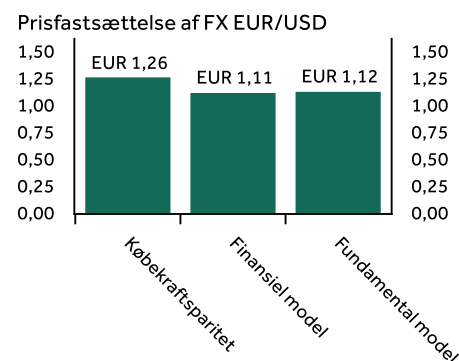
Figur 5: Pengemarkedet priser et tæt parløb mellem ECB og Fed ind i 2025

Vi er dog ikke fuldt overbeviste om markedseffekten, når vi samtidig ser på pengemarkedets indprisering af rentespændets udvikling mod 1. kvartal 2025. Mens Jyske Bank forventer en indsnævring på 50bp (tidl. 75bp), så priser pengemarkedet et stort set uændret rentespænd (ganske som i januar), jf. figur 5. Altså, at ECB's pengepolitik vil følge Fed's i et tæt parløb.

De samlede konsekvenser for USD mod 1. kvartal 2025:

1. De relative makro- og pengepolitiske forskelle forventer vi udvikler sig svagt ugunstigt for USD... men altså næppe i voldsomt omfang.
2. Interessen for og afkastet i de magiske 7 amerikanske selskaber er sandsynligvis medvirkende til en højere prisfastsættelse af USD nu end hvad øvrige drivkræfter tilsiger.
3. Udsigterne for USD er intervalhandel mellem EUR 1,05 – 1,11. Inden for dette interval venter vi, at USD oplever en mindre svækkelse, så USD udfordre EUR 1,11 i 3. og 4. kvartal i år... for derefter at stige mod centrum nær EUR 1,08 i 1. kvartal 2025. Valutaoptionsmarkedet priser et mere bredt interval for de næste 12 måneder på EUR 1,03 – 1,18.

Som altid, så eksisterer der også et realistisk risikoscenarie, som kan sende USD højere.

Figur 6: Undervurderet EUR/USD

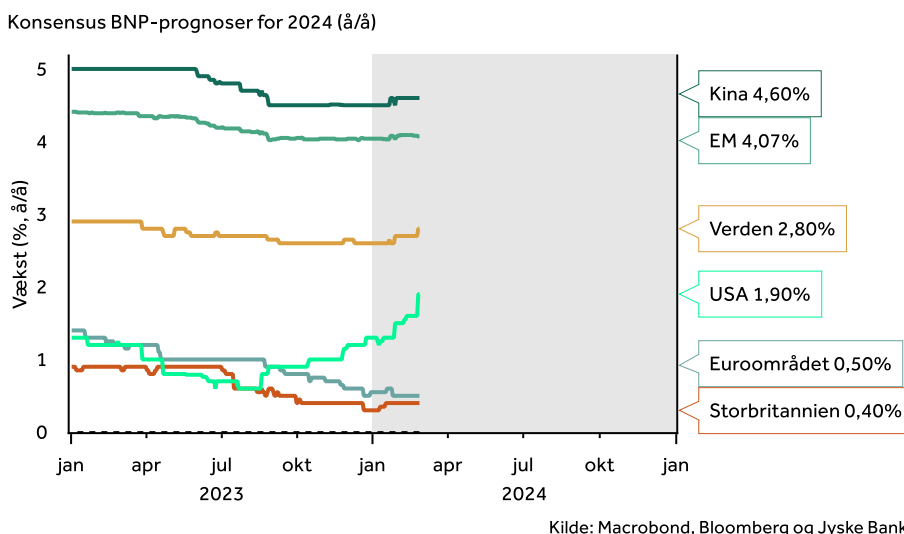
Figur 7: I et historisk perspektiv er USD ufortrødent svagt stigende (lavere EUR)


Risikoscenarie: Global recession eller geopolitisk eskalering

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

Global økonomisk recession

Kinas økonomi skuffede forventningerne i 2023, og risikoen for en negativ spredning af problemerne i den kinesiske ejendomssektor og det kinesiske aktiemarked er ufortrødent relevant. Sideløbende udgør de mange renteforhøjelser i de vestlige centralbanker for at tæmme tidligere høje inflationsrater en risiko for mere bredt at ramme ejendomsmarkederne i langt større omfang end hidtil, og en sådan potentiel negativ spiral udgør en overordnet økonomisk risiko for verdens ledende økonomier. **Et risikoscenarie, hvor virkeligheden ind i 2025 udvikler sig langt mere negativ, end hvad Jyske Bank og konsensus nu forventer (mild vækstafmatning).**

Figur 8: Konsensus er "mild vækstafmatning" og ikke global recession


Geopolitisk eskalering

Efterspørgslen efter sikker-havn-valutaen USD kan også tage til gennem en yderligere eskalering af de geopolitiske konfrontationer:

- **Kina:** Strategisk udfordrer til USA og "ubegrænset ven med Rusland". Uanset udfaldet af det amerikanske præsidentvalg i november 2024 vil USA fastholde Kina som strategisk modstander.
- **Rusland:** Søger relevans i verden med aggression og energiresourcer. Rusland vinder pt. terræn i Ukraine ([her](#)), og modsat har Ukraine succes med droneangreb på russiske olieraffinerier og russiske krigsskibe. Ukrainisk succes er afhængig af accelereret vestlig støtte, teknologisk overlegenhed og kontrol over eget luftrum. Det er ikke utænkeligt, at Rusland via hybrid krigsførelse vil søge at påvirke udfaldet af det amerikanske præsidentvalg til november 2024 (mere [her](#)).
- **Mellemøsten:** Iran søger regimeoverlevelse gennem undertrykkelse og uranberigelse/atomvåben, og Iran er indirekte voldsomt involveret i Hamas' terrorangreb på Israel og Houthi'ernes succesfulde angreb på den internationale skibstrafik i Suezkanalen/Adenbugten. Vestens militær (se [CENTCOM](#)) er nu indirekte i krig med [Iran via proxy militære organisationer](#). Der er ikke bare krig i Europa, men også i Mellemøsten. Følg evt. løbende evalueringer via [criticalthreats.org](#)

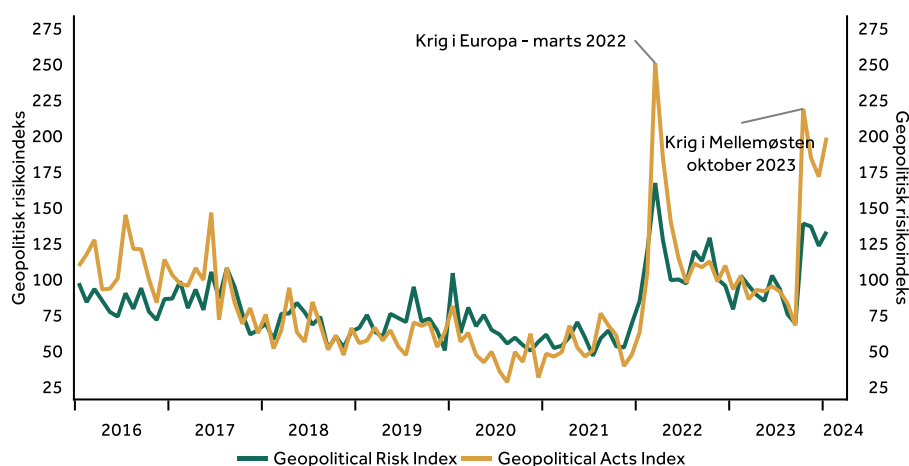
"Increasingly coercive actions taken by the People's Republic of China demonstrates its intent to reshape the Indo-Pacific region and broader international system to fit its authoritarian preferences, and the Russian Federation's invasion of Ukraine underscores the acute threat it poses. These threats, along with transboundary challenges like COVID-19, demonstrate the imperative for increased and improved defense capabilities for both the United States and our allies and partners."

Kilde: [US National Defense Industrial Strategy](#)
og Jyske Bank

En cyklisk eskalering i en allerede strukturelt stigende politisk usikker verden, jf. figur 9, kan løfte USD mod EUR 0,95 (DKK 7,80) drevet af kapitalens traditionelle flugt mod sikker havn i det amerikanske kapitalmarked, som er verdens mest brede, dybe og likvide finansielle supermarked.

Figur 9: Verden er konfronteret med krig i Europa og krig i Mellemøsten

Geopolitiske risici. Seneste data fra januar 2024.



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.

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 scenarionanalyse og mønstergenkendelsesteknik indgår i vurderingsmateriale.
- 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 scenarionanalyse og mønstergenkendelsesteknik indgår i vurderingsmateriale.

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.