

Back to School

Chefstrateg Frederik Engholm
Chefstrateg Klaus Dalsgaard
Chefanalytiker Sune Thagaard
Analytiker Niels Bonke

August 2024
Nykredit



Indholdsfortegnelse

August 2024

■ Sommerens hovedhistorier (3)

- Markedsudvikling (4)
- Giganter regnskaber skubber til et nervøst marked (5)
- USA: Inflationsafmatning og svækkelse af vækst (6)
- Federal Reserve: Kurs mod et september-cut på 25bp – ikke mere (7)
- Hefrig sommer i amerikansk politik (8)
- Europa: Økonomiske signaler viger lidt efter bedring i foråret (9)
- ECB: Ingen løfter, men bag tæppet virker kursen sat (10)
- Japan: Bank of Japan sætter renten op og skærer ned på opkøbene (11)
- Kina: Partikongres med fokus på tech og national kontrol – blød vækst (12)
- Investeringsstrategi/allokering (13)

■ Renter, valuta og råvarer (14)

- Renter: Øgede forventninger til rentenedsættelser (15)
- Valuta: Risk-off i juli (16)
- Råvarer – blandet landhandel (17)

■ Markedsbevægelser (18)

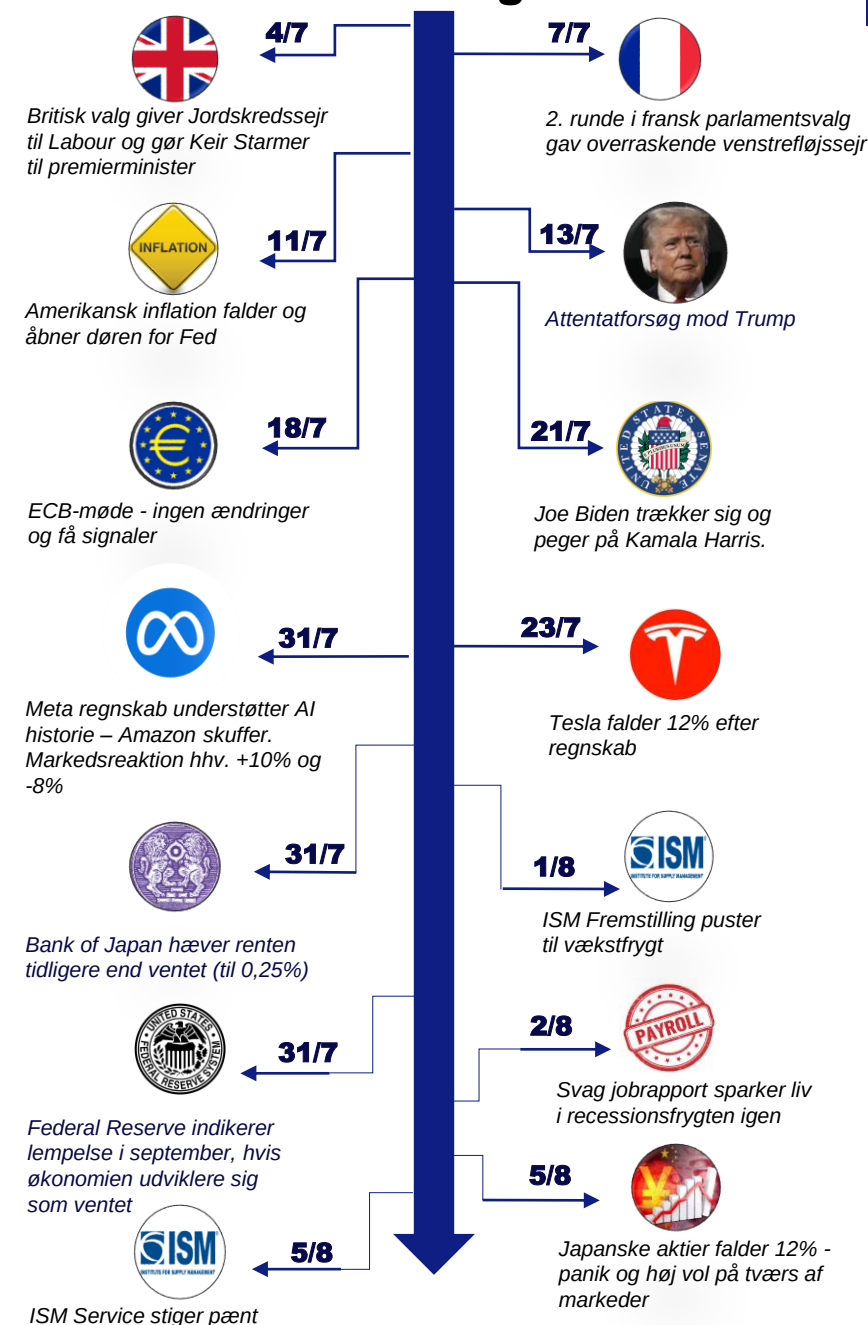
- Markedsbevægelser (19)
- Markedsbevægelser (MSCI AC World-indeks) (20)

Sommerens begivenheder

Sommerens hovedhistorier

- Ferieperioden har markeds-mæssigt været præget af bekymring. AI-temaet blev tidligt i juli ramt af begyndende tvivl, om hvorvidt de høje forventninger kan indfris. Det ledte til store udsving i særligt Magnificent-7-aktier og Nasdaq. Siden tog vækstbekymringerne til sidst i juli, og det medvirkede i et tyndt marked til en betydelig reprising foranlediget af bl.a. Fed og BoJ, som igen medvirkede til stor stigning i vol og kraftig repositionering i markedet (fx via afvikling af yen carry trades) med store fald i aktier og i lange renter d. 5/8.
- De økonomiske nøgletal har været blandede. BNP (Q2) overraskede i både USA og eurozonen positivt, men siden har flere nøgletal været til den bløde side. Det gælder fx PMI for eurozonen, ISM for fremstillingssektoren og beskæftigelse/arbejdsløshed i juli i USA. De amerikanske tal medvirkede til at skabe recessionsfrygt, som blev udløsende for den voldsomme uro, der ramte markederne tidligt i august. Vi vurderer ikke, at der er særlig meget i nøgletallene, der understøtter den grad af bekymring for særligt det amerikanske opsving, som markedsbevægelserne har indikeret.
- Centralbankerne har sendt blandede signaler. ECB holdt i juli kortene tæt til kroppen og sendte ganske få signaler til markedet. Fed var mere åben og indikerede, at går tingene som ventet, sænkes renten i september. Bank of Japan leverede en lidt højere renteforhøjelse end ventet sidst i juli og medvirkede på den måde til at skabe uro om yennen.
- Politisk har der været gang i den i USA. Både med attentatet på Trump og Bidens tilbagetrækning. Med Kamala Harris' præsidentkandidatur har demokraternes kampagne fået ny luft. Harris er økonomisk en tand mere progressiv end Biden. Mellemøsten har set fornyet uro med nye angreb mellem Israel/Hizbollah/Iran – dog uden særligt aftryk på olieprisen. Fransk valg gav venstrefløjssjæ, men Macron holder tilsyneladende fast i kontrollen.

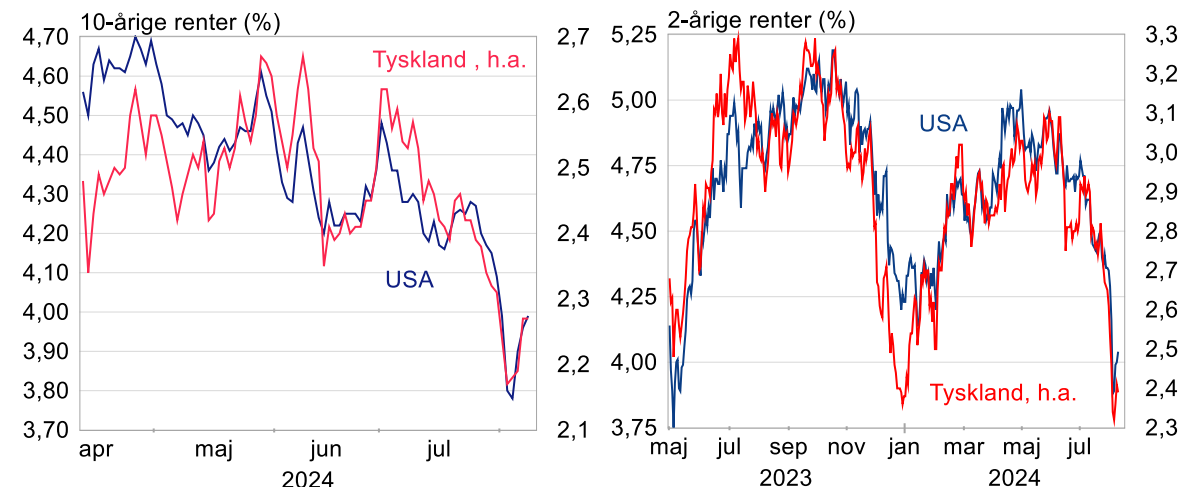
Sommerens begivenheder



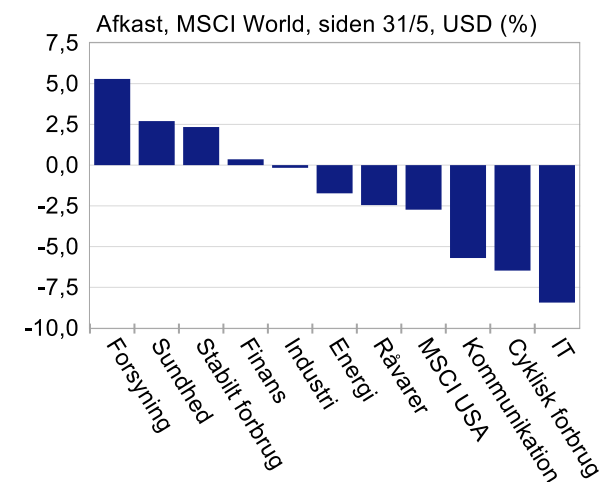
Markedsudvikling

- Der har som nævnt været ganske markante markedsbevægelser hen over sommeren. En vigende tendens i tech-aktier og rotation mod small-cap-segmentet var historien først på sommeren. Small-cap mistede dampen, men bekymringen om tech er forblevet et tema sommeren i gennem – og særlig udtalt for regnskaber fra tech-giganter (se næste slide). Her har analytikerne søgt ledetråde, om hvorvidt AI-teamet (og de høje forventninger) holder vand. Det fokus har skabt en ekstraordinær høj volatilitet i amerikanske aktier, hvor Magnificent-7 har en meget stor vægt (over 30% i S&P500).
- Mandag den 2. august var en ekstraordinær dag på markederne. Her blev sammenfaldende omstændigheder udløsende for markant volatilitet. Japanske aktier faldt 12% - det største fald siden 1987. Andre markeder så også betydelige fald, dog ikke i samme skala ([mere her](#)). Uroen i markeder blev forstærket af store ændringer i rentespænd mellem Japan og USA/resten af verden, da svage jobtal i USA førte til kraftigt stigende forventninger til rentenedsættelser i USA. Det betød, at hedgefonde og investorer med "trend-following"-strategier (momentum) måtte afvikle store positioner (bl.a. yen carry) under høj volatilitet (VIX nåede +60). Det forstærkede markedsbevægelserne i et tyndt marked. En del reverserede sig siden, men markedet har rykket sig markant.
- Siden første juli er S&P 500 faldet 2,8%, Nasdaq 6,3%, Stoxx600 2,7% (fra højdepunktet 16. juli er faldet større), mens 10-årige tyske og amerikanske renter er faldet hhv. 39 og 46bp. Fra Fed og ECB forventes nu hhv. ca. 4 og godt 3 rentenedsættelser. Bevægelsen i USD har været beskeden, men JPY (vs. USD) er apprecieret 10%.

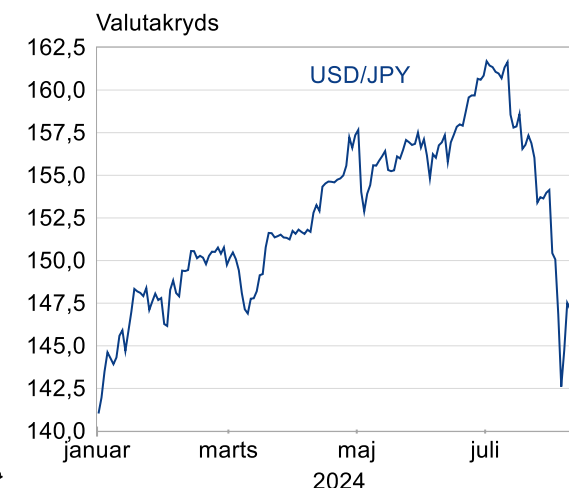
Renterne er faldet tungt over sommeren



Markedsrotation - ud af tech



Yennen er styrket betydeligt i juli



Giganter regnskaber skubber til et nervøst marked



23/07: Tesla øger omsætningen, men oplever udfordringer med bundlinjen. Aktien falder 12% oven på regnskabet.



23/07: Alphabets AI-udvikling booster både top- og bundlinje, indtjening overgår forventninger, men aktien falder stadig 6% i handlen efter.



30/07: Microsoft leverer regnskab i tråd med markedets forventninger, og aktien handler umiddelbart sidelæns.



31/07: Meta overrasker på indtjeningen, og aktien sendes op med mere end 10% trods forventninger om øgede fremtidige anlægsinvesteringer.



*28/08: Frem mod næste regnskab oplever Nvidia dage med store udsving fx +11% 31/07 og -10% 01/08.



31/07: Amazon øger omsætningen, men når ikke forventninger til indtjening. Markedet sender aktien ned 8% i eftermarkedet.



30-31/07 Chip-selskaberne AMD og Qualcomm slår forventningerne, og aktierne stiger i udgangspunktet, men taber herefter pusten og ender fladt.



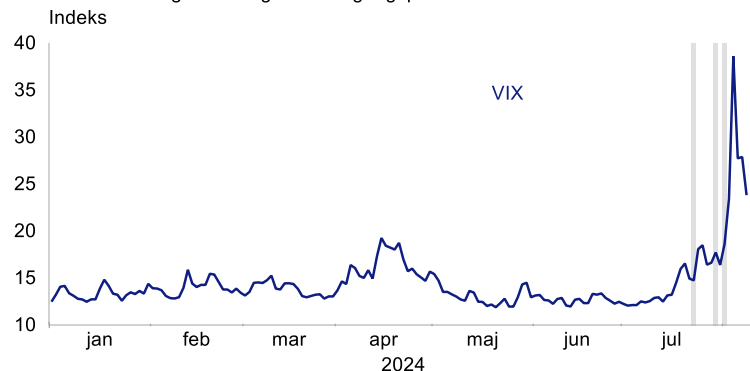
01/08: Apple øger omsætningen med 5% og overgår forventningerne trods nedgang i iPhone-salg (1%). Aktien reagerer svagt med -2% i eftermarkedet.



02/08: Intel skuffer markant på indtjeningen og falder mere end 20% i præ-markedet. De præsenterer samtidigt en massiv spareplan.

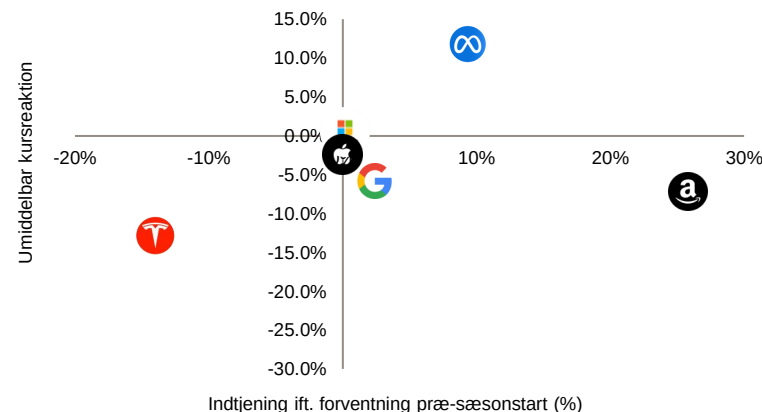
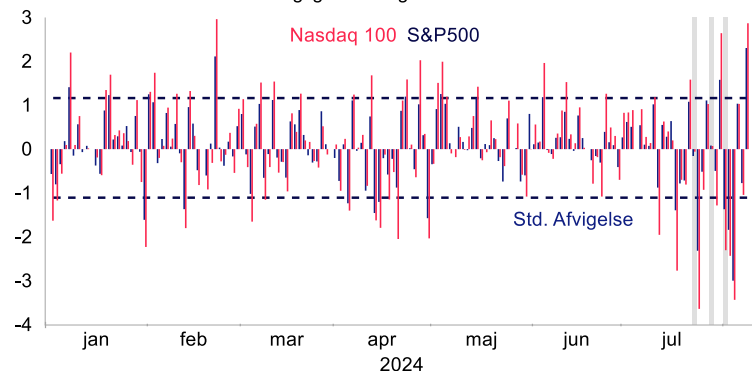
De store selskaber enten møder eller skuffer forventninger og bidrager dermed til øget volatilitet

Volatiliteten er steget fra meget lavt udgangspunkt



Note: Grå markeringer på graferne markerer dage med offentliggjorte regnskaber fra ovenstående selskaber.

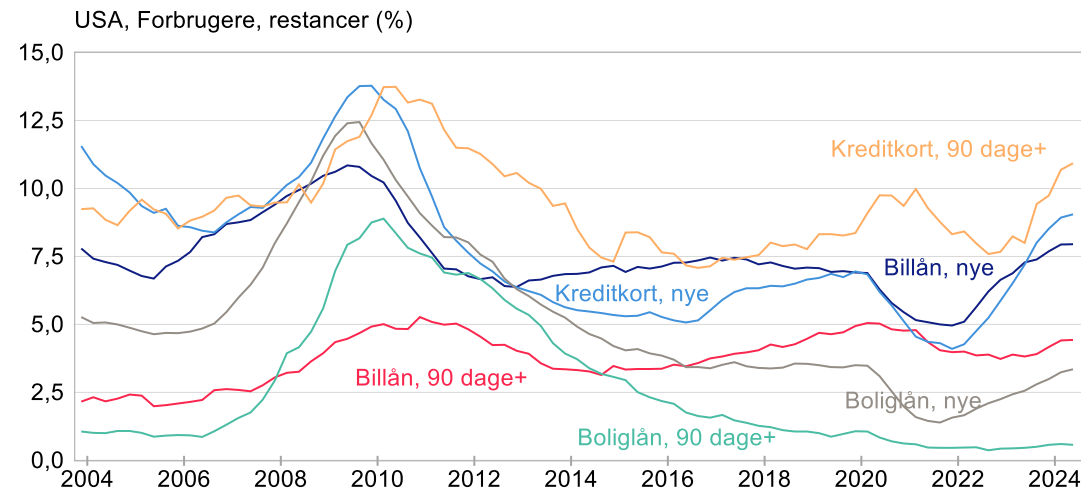
Amerikanske aktieindeks daglige udsving %



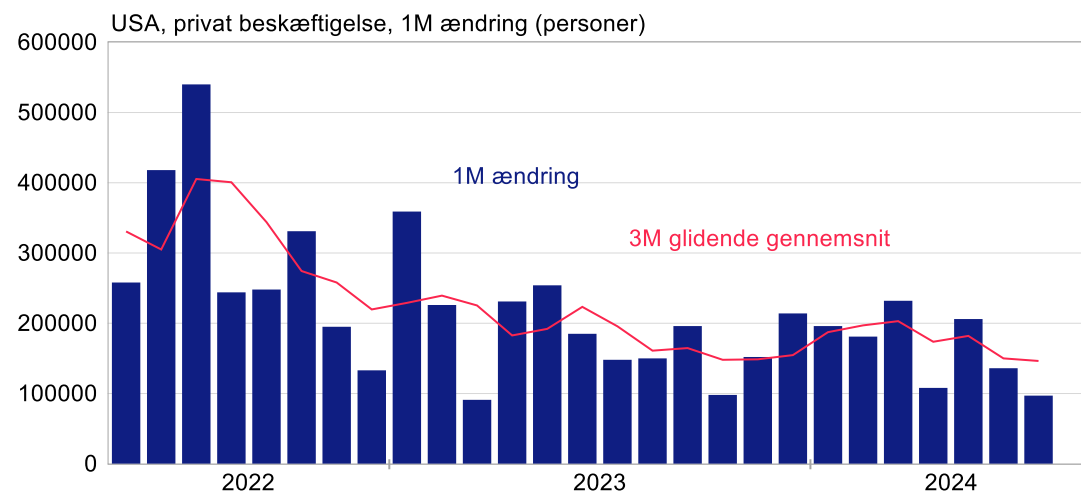
USA: Inflationsafmatning og svækkelse af vækst

- Styrken i amerikansk økonomi var hen over vinter og det tidlige forår hovedplottet i fortællingen om verdensøkonomien. Amerikanske nøgletal var langt stærkere end ventet – arbejdsmarkedet i særdeleshed – og samtidig viste inflationen pludselig ikke længere bevægelse mod målsætningen. På nogle parametre ligefrem forværring.
- Op til sommeren begyndte USA at vise aftagende styrke, og hen over sommeren er den tendens fortsat. ISM fremstilling blev forværret i juli (nu 46,8), boligsalget er dalet, mens ledigheden er kravlet opad, og jobskabelsen (privat) er svækket fra omkring 200.000 i vinter til hhv. 136K i juni og 97K i juli. Arbejdsløsheden ligger nu på 4,3% – over Feds strukturelle niveau på 4,2% (og den omtalte "Sahm Rule" blev udløst). Julis jobrapport skabte uro i markederne. Samtidig er der bekymring om, at stadig flere forbrugere slås med restancer på lån. Problemet er beskedent, hvad angår den største post – boliglån. Vigende finanspolitisk støtte medvirker til USA's opbremsning.
- Intet peger dog (endnu) på alvorlige problemer i amerikansk økonomi, som voksede over 2% (annualiseret) 2. kvartal – noget tyder på, at lidt af dampen gået af men ikke i en grad, som bør bekymre slemt. ISM Service steg dog også først i august og hjalp til at dæmpede vækstfrygten lidt.
- Samtidig begyndte inflationsudviklingen at udvikle sig pænere – det har sommeren kun bekræftet. Kerne-PCE for juni landede på 2,6%.
- Det vigende inflationspres understøttes også af en aftagende vækst i lønningerne, som steg 6-7% å/å, da der var mest kul på, og nu snarere 3,5-4%. Lønvæksten i jobopslag er nu 3% mod 6% sidste sommer.

Forbrugerne i USA har flere restancer end tidligere



Beskæftigelsen i USA er ikke forværret væsentlig siden efteråret

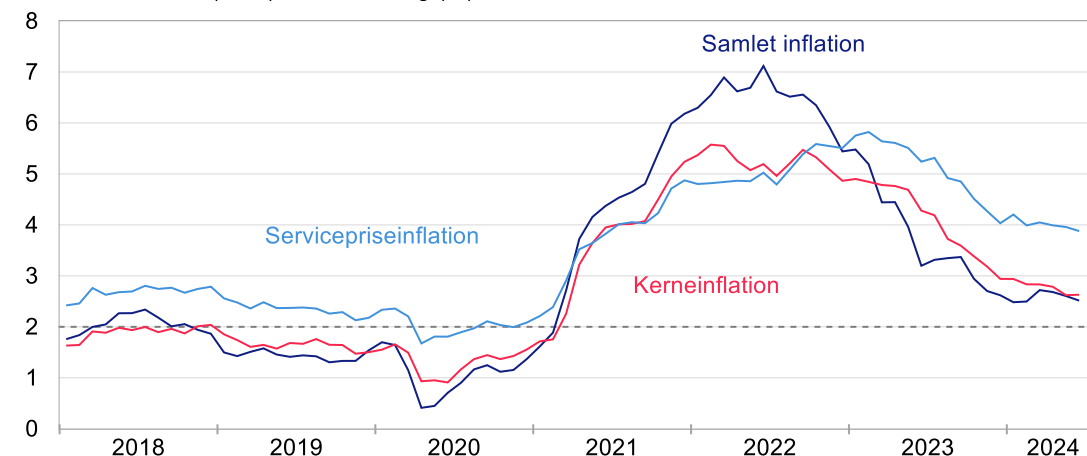


Federal Reserve: Kurs mod et september-cut på 25bp – ikke mere

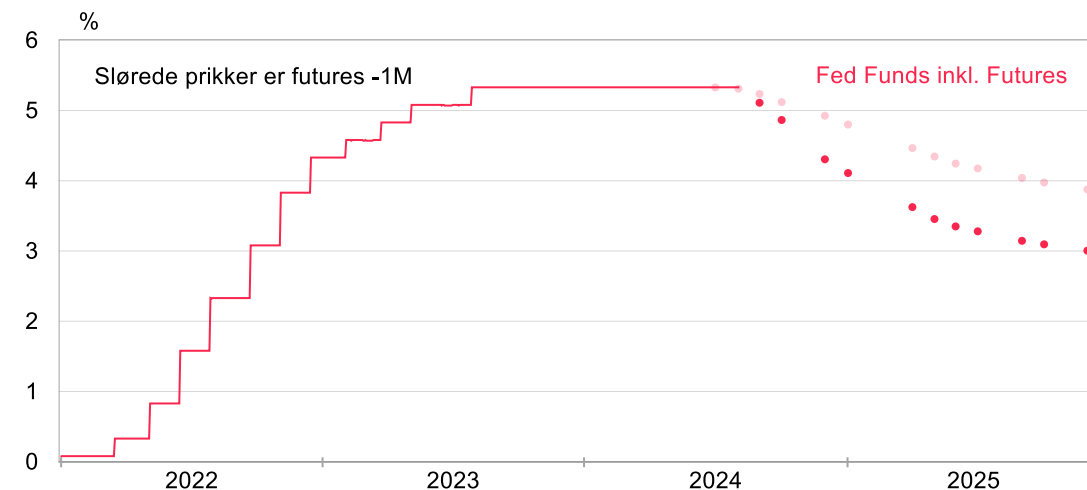
- Federal Reserve har taget notits af de mildere signaler fra økonomi og inflation. Derfor er centralbanken rykket tæt på den første lempelse – meget kunne tyde på, at den kommer til september.
- På centralbankens møde 31. juli var tonen altså mere dueagtig end hidtil med større fokus på arbejdsmarkedet fremfor inflationen alene. Feds stigende vægt på beskæftigelsessøjlen i mandatet styrker argumentet for snarlige lempelser.
- For når udgangspunktet er (og det mener alle FOMC-medlemmer), at pengepolitikken er stram, og når inflationen er dalende og kun beskedent over målsætningen (PCE omkring 2,5%), og arbejdsløsheden svagt stigende og tæt på sit langsigtsniveau, så taler meget for neddrosle stramheden i politikken gradvist. Altså sænke renten i moderat tempo.
- Powell slog på samme møde fast, at arbejdsmarkedet godt nok er stærkt, men ikke overophedet – dermed ikke en væsentlig drivkraft for inflationen.
- Markedet inddiskonterer for de kommende tre møder p.t. 37bp i september, 33bp i november, 29bp december. Dertil omkring 100bp i 2025. Vi har mindre i vores prognose i år (nedsættelser i sep + dec), men ser mulighed for lidt mere, end markedet indregner i 2025. Kun en uventet større forværring af vækstbilledet giver anledning til en betydelig hurtigere tilpasning ned i rente på kort sigt – potentielt endda under neutral (2,5-3%).

Fed forekommer stadig mindre inflationsbekymret – med rette

Inflation, USA (PCE), 12M ændring (%)



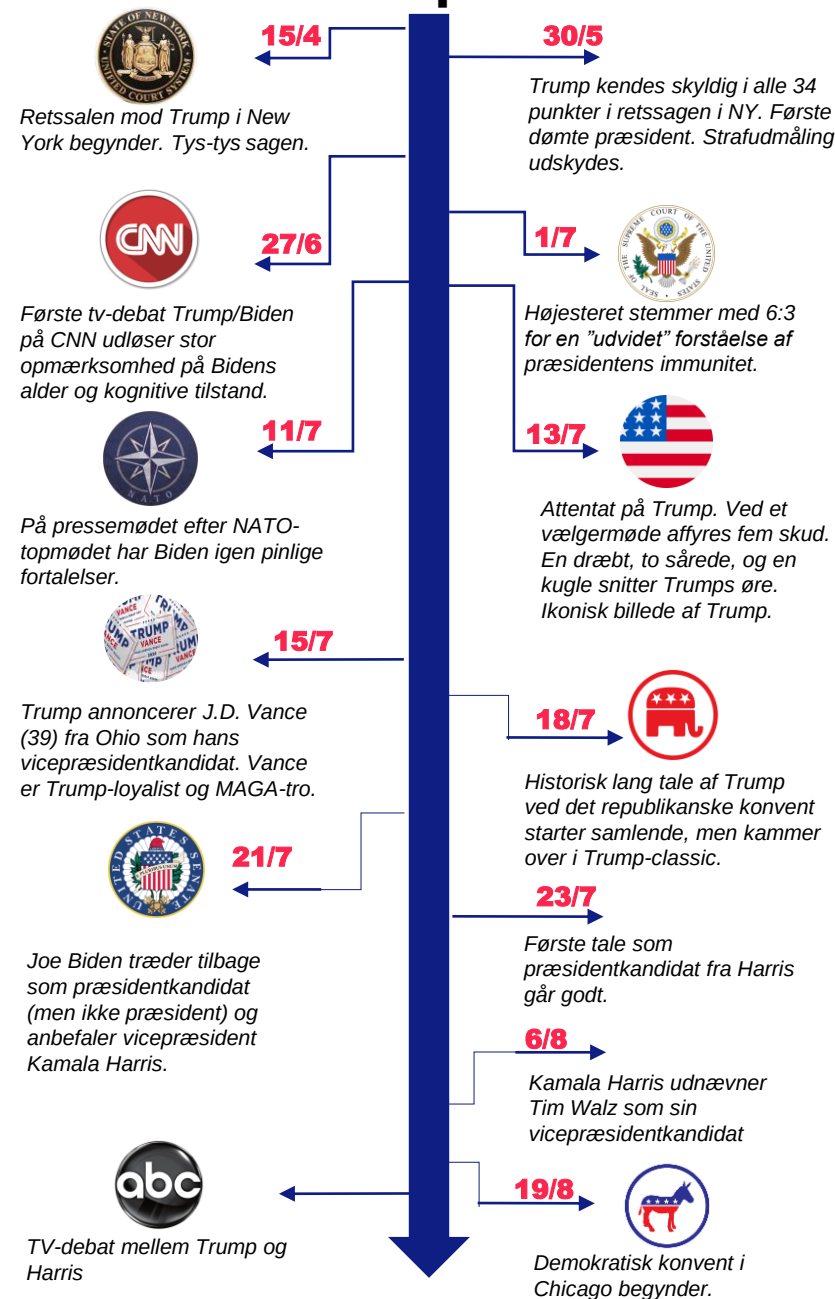
Markedet har inddiskonteret markant mere fra Fed på få uger



Heftig sommer i amerikansk politik

- Amerikansk politik er aldrig kedeligt, men 2024 har alligevel været vild. Og spekulationerne i udfaldet har påvirket de finansielle markeder tidligere og mere, end vi typisk ser.
- Sommeren har budt på mange skelsættende begivenheder:
 - Trump er blevet dømt for forbrydelser, der kan give adskillige år i fængsel.
 - Højesteret stemmer med 6:3 for en udvidet definition af immunitet for præsidentens handlinger.
 - Attentatforsøg (Trump) ved valgmøde chokerer og giver ikonisk "krigsbillede" af Trump som uknækkelig med knyttet næve.
 - Trump udnævner J.D. Vance til sin vicepræsidentkandidat. Vance har tidligere sammenlignet med Trump med Hitler!
 - Præsident Biden trækker sig fra kampagnen på trods af opbakning fra 99% af de delegerede. Det kom efter stort internt pres efter en sløv performance i tv-debat.
- Der tegner sig nu et valg mellem to (relativt set) yderfløje i de to partier. En ren MAGA-Trump/Vance-holdopstilling hos republikanerne og Harris/Walz hos demokraterne.
- Harris skal formelt godkendes på det demokratiske konvent i Chicago, der begynder den 19. august, men det er en formalitet – hun er kandidaten.
- Der er planlagt en tv-debat mellem Harris og Trump den 10. september

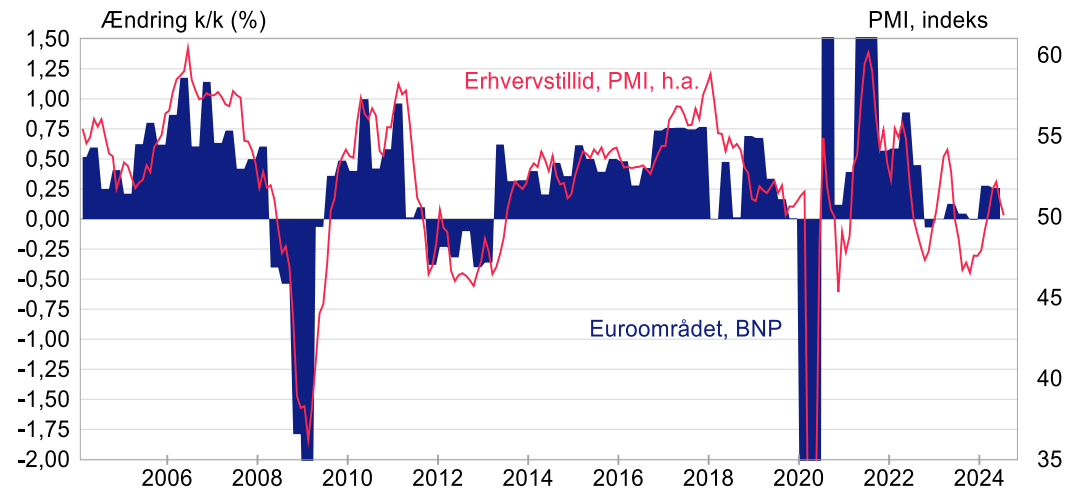
Amerikansk politik



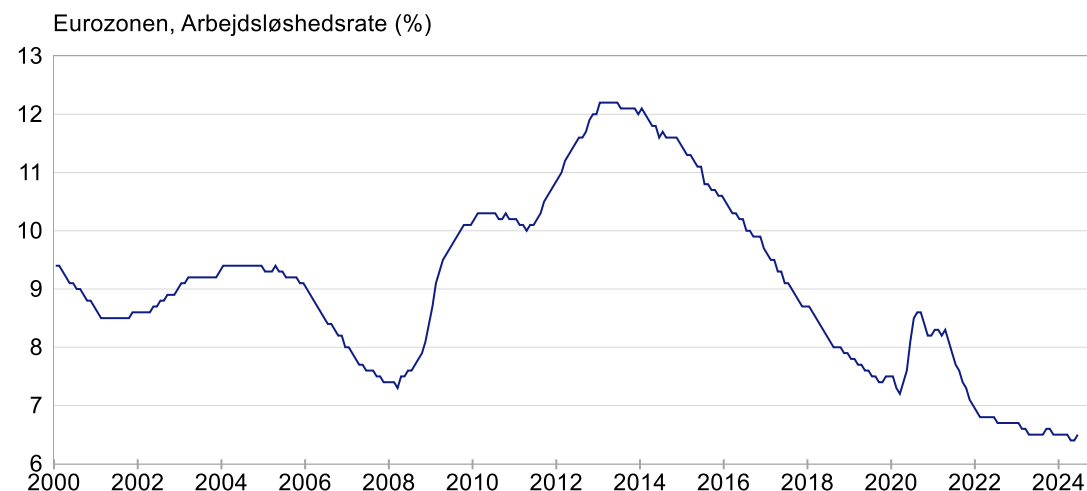
Europa: Økonomiske signaler viger lidt efter bedring i foråret

- Eurozonen så fra starten af året og ind i foråret en række indikatorer pege på bedring i økonomien, som ellers havde stået stille gennem det meste af 2023. Men de seneste måneder har igen vist mere blandende signaler.
- BNP for 2. kvartal viste godt nok vækst på 0,3% (som Q1), men de tal kom, mens PMI-tallene er blevet forværret i både juni og juli, og derfor indikerer, at 3. kvartal er startet svagere. Samlet PMI faldt fra 52,1 til 50,1 fra maj til juli – dog er der muligvis stadig covid-relaterede sæsonkorrektionsproblemer, som overdriver svagheden i tallene henover sommeren. Ikke desto mindre lever væksten stadig ikke helt op til ECB's forventninger, sådan som det har været tilfældet stort set hvert af de sidste 4-5 kvartaler.
- Juni bød også på en marginal stigning i arbejdsløsheden efter gentagne rekorder de foregående måneder. Den er dog stadig meget lav (6,5%), mens industriens PMI bare falder dybere ned. Et niveau omkring 43 signalerer udtalt svaghed i sektoren. Den skarpe forværring i industriens PMI kan undre i det lys, at inflationen falder kraftigt, energikrisen er afblæst, og lønningerne er taget til. Industriproduktion ligger en del svagere end i vinter trods et par måneder med bedring. Detailsalget har været presset af inflationen, men lader til at stabiliseres. Forbrugertilliden også bedret – dog fra svagt niveau.
- Med til Europa hører også Storbritannien, som fik ny regering efter en stor valgsejr til Labour. Problemet for den nye regering er et meget begrænset finanspolitisk råderum, som betyder, at skal valgløfter om bedre offentlig service blive til virkelighed, så kræver det givetvis højere skatter. Dog fik økonomien en lille håndsrækning fra BoE, som sænkede renten til 5% 1. august – mere er sandsynligvis på vej, men det bliver kun gradvist.

Eurozonen svækket over sommeren (ifølge fx PMI)



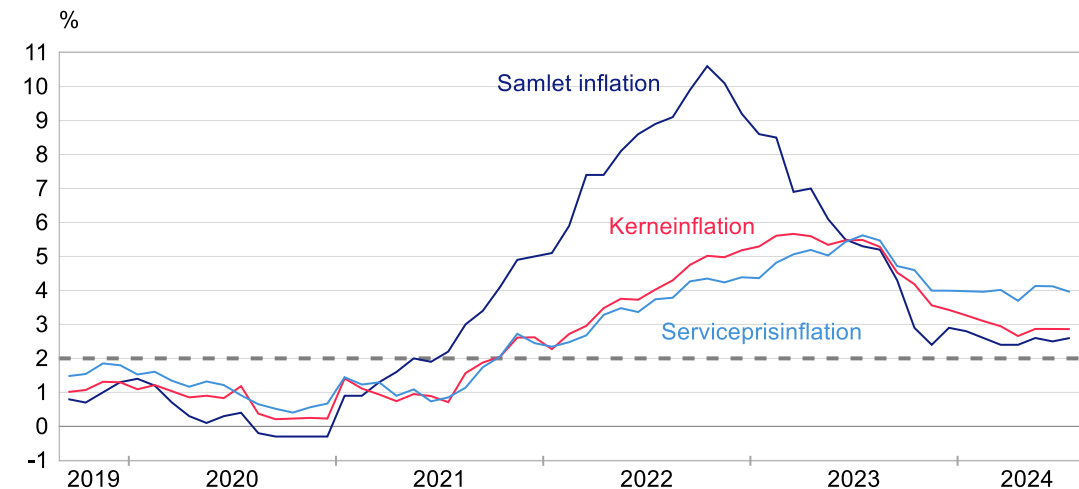
Arbejdsløsheden er steget marginalt fra rekordlavt niveau



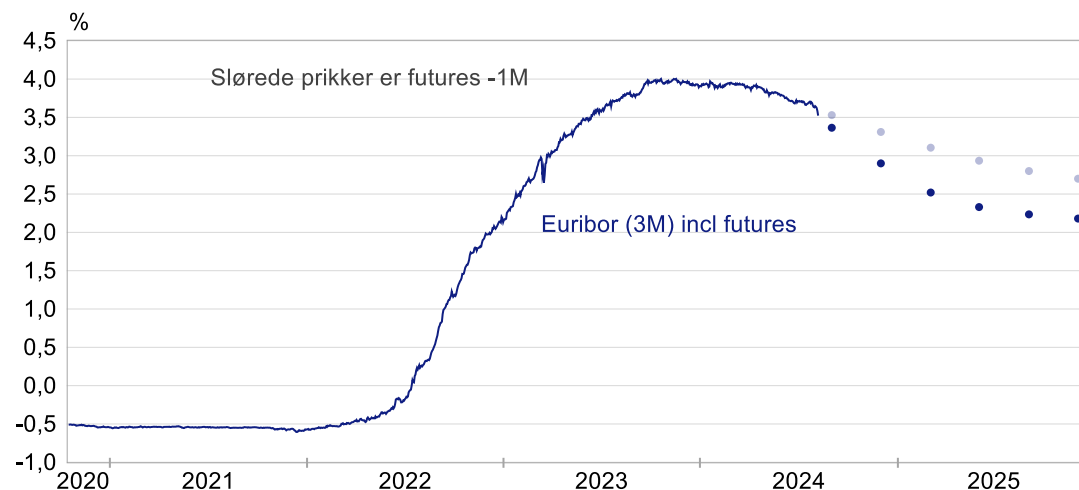
ECB: Ingen løfter, men bag tæppet virker kursen sat

- ECB sænkede indskudsrenten med 25bp (til 3,75%) på mødet i juni, men var allerede da tydelig om, at den ikke allerede havde besluttet sig for et bestemt lempelsestempo, men i stedet ville lade data diktere beslutningerne.
- Den strategi blev understreget ved julimødet, hvor der ikke var nogen klar indikation af, hvornår næste rentenedsættelse skulle komme. Så længe ECB selv siger, at den følge en meeting-by-meeting approach, så er det oplagt svært at guide markedet – den må holde et åbent sind. Ulempen er, at ECB bliver meget følsom over for den støj, der er i data – og derved risikerer at lave politikfejl, hvor støj og ikke-fundamentale ændringer i økonomien guider dens beslutning.
- Trods fraværet af guidance er det vores klare forventning, at et kvartalsvist lempelsestempo nogenlunde passer med de forventninger, som ECB har til den økonomiske udvikling og behovet for gradvist aftrapning af den stramme pengepolitiske kurs.
- Inflationsbekymringen synes dæmpet hos ECB, sandsynligvis understøttet af udviklingen i USA, hvor en kortvarig inflationsstigning over vinteren ikke var noget alvorligt trendskitte, men forbigående. ECB's vurdering af løn- og profitudvikling peger også på mindre prispres, selvom serviceprisinflationsen stadig ligger højt.
- ECB's egen prognose har relativt stabilt i en tid peget på en kerneinflationen omkring målsætningen fra midt i 2025. Kerneinflationen landede marginalt over ECB's forecast i juni, men på linje i juli. Til gengæld har vækstindikatorer skuffet lidt. Vi venter uforandret lempelser i september og december.

Kerne- og serviceprisinflationsen lidt højere end ventet i juli



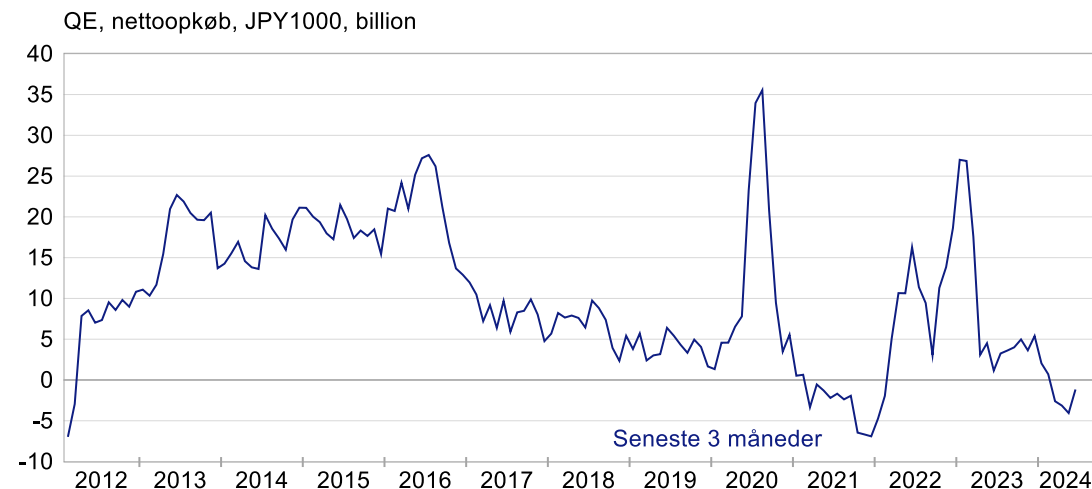
Forventninger til ECB's "cuts" skruet op over sommeren



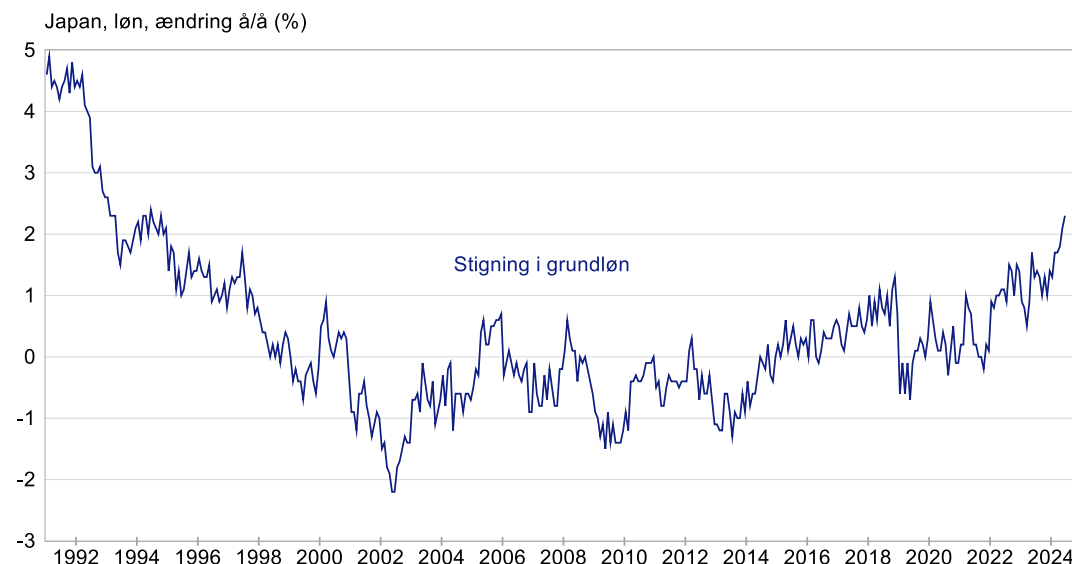
Japan: Bank of Japan sætter renten op og skærer ned på opkøbene

- Bank of Japan (BOJ) hævede uventet styringsrenten til 0,25% (op fra et bånd på 0-0,1%). I lighed med os forventede flertallet på finansmarkederne, at renteforhøjelsen først ville komme i september. Det var timingen, der overraskede, og ikke det faktum, at BOJ langsomt strammer pengepolitikken.
- Markedsreaktionen var derfor også begrænset til mindre rentestigninger og en yderligere styrkelse af yen, og det giver umiddelbart ikke anledning til, at vi ændrer vores prognose med en langsom stramning det kommende år.
- Som tidligere annonceret fremlagde BOJ en plan for kvantitativ stramning. Købet af statsobligationer vil blive nedtrappet, så nettokøbet fremover bliver negativt, og halveret i januar 2026. I 1. kvartal 2026 vil beholdningen af statsobligationer være faldet 7-8% fra nuværende knap 590 billioner yen.
- Lønstigningerne var i maj på det højeste niveau i 30 år, hvilket giver håb om en mere indenlandskdrevet inflation fremover. Inflationen, der ligger over 2% (for såvel headline som kerne), er drevet af energipriserne og svækkelsen af yen. Serviceinflationen på lidt under 2% har bidt sig fast, men skal højere op for at være i overensstemmelse med inflationsmålsætningen. BOJ forventer, at outputgabet øges og giver plads til langsom pengepolitisk stramning.
- BOJ offentliggjorde også ny kvartalsrapport, hvor det fremgår, at medlemmerne af den pengepolitiske komité forventer, at inflationen vil være på omkring 2% frem til 2026 i en slags "dotplot". Centralbankchef Kazuo Ueda signalerede ved pressemødet, at der kommer flere renteforhøjelser, hvis økonomi og inflation udvikler sig som ventet. Spørgsmålet er, om udviklingen i valutakursen påvirker den forventning.

Nettoopkøbene vil fremover være negative



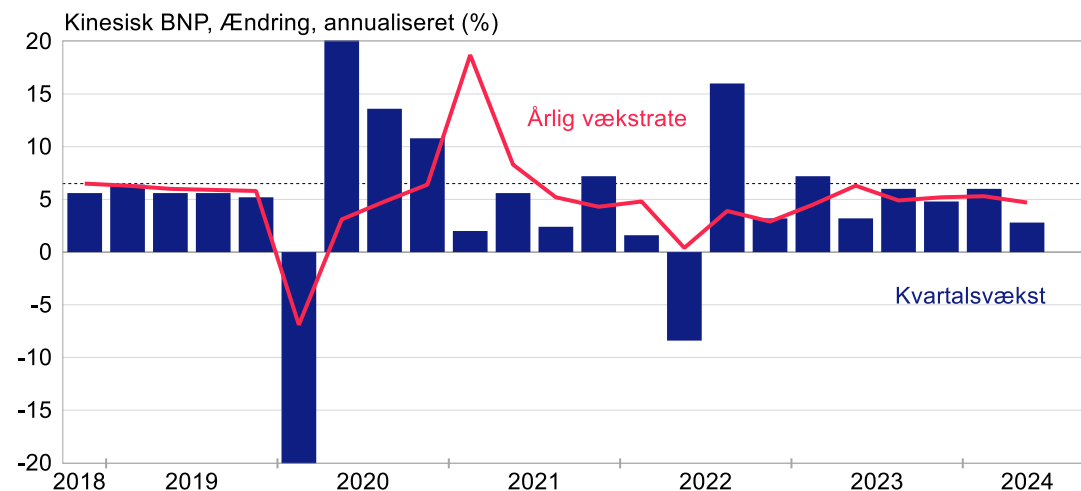
Lønstigninger accelererer og vil øge indenlandsk inflation



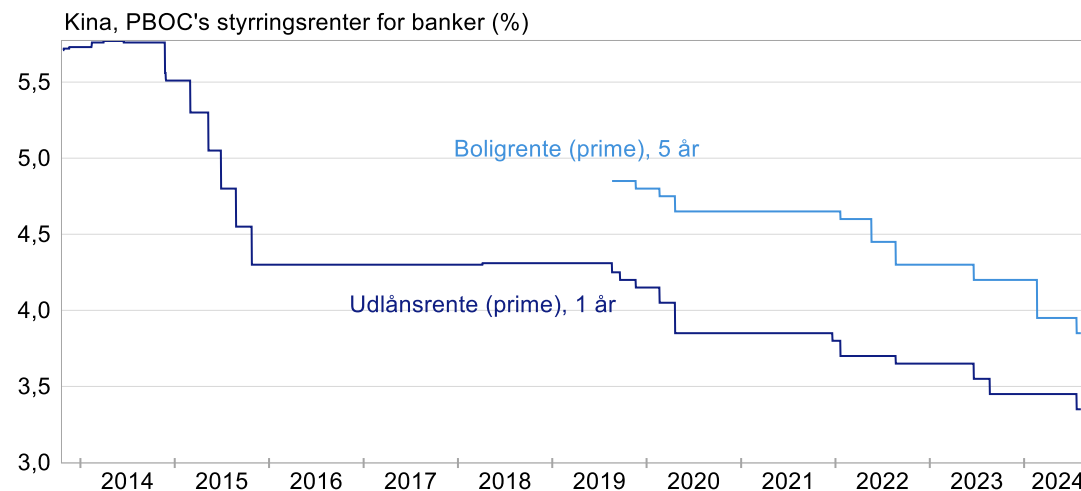
Kina: Partikongres med fokus på tech og national kontrol – blød vækst

- Når det kommer til Kinas økonomi har sommeren både budt på en række friske nøgletal, men også det såkaldte 3. plenum, som udpensler strategiske økonomiske pejlemærker. Signalet fra 3. plenum var fokus på understøttelse af Kinas udvikling som top industrination (tech/innovation), der ikke bare "catch'er" up men er drivende for udviklingen (markedsleder). Desuden synes der er at være lagt op til mere national kontrol (styring/prioritering/ressource-allokering) snarere end bevægelse mod en mere markedsdrevet model, som stod i centramålsætningen i 10'erne. Det skal ses som et modsvar i Kinas nu mere vanskelige geopolitiske situation, men det repræsenterer intet markant kursskifte.
- Da det 3. plenum primært har et mellem/langsigtet fokus (5-10 år), var der begrænset fokus på mere kortsigtet stimulus (de forhåbninger forekom overgjorte).
- På bagkant af 3. plenum valgte Kinas centralbank at nedsætte en række ledende renter i Kina for første gang i næsten et år. Rentesænkningen som også påvirker boligfinansieringen var dog på beskedne 10bp.
- Rentesænkningen kom kort efter offentliggørelse af BNP for 2. kvartal, som landede lige under 1% (k/k). Den svage vækst påvirkede måske beslutningen. Væksten ventes moderat året ud (dog ikke så svagt som Q2.)
- Andre nøgletal har også været blandede fra Kina over sommeren. Industriproduktionen var nogenlunde robust, men detailsalget var blødt i juni. PMI-tal viste over sommeren en svingende tendens. Markedsmæssigt slap Kinas aktiemarked nådigt gennem uroen ultimo juli/primo august.

Kina vokser stadig moderat – 2. kvartal overdriver svagheden



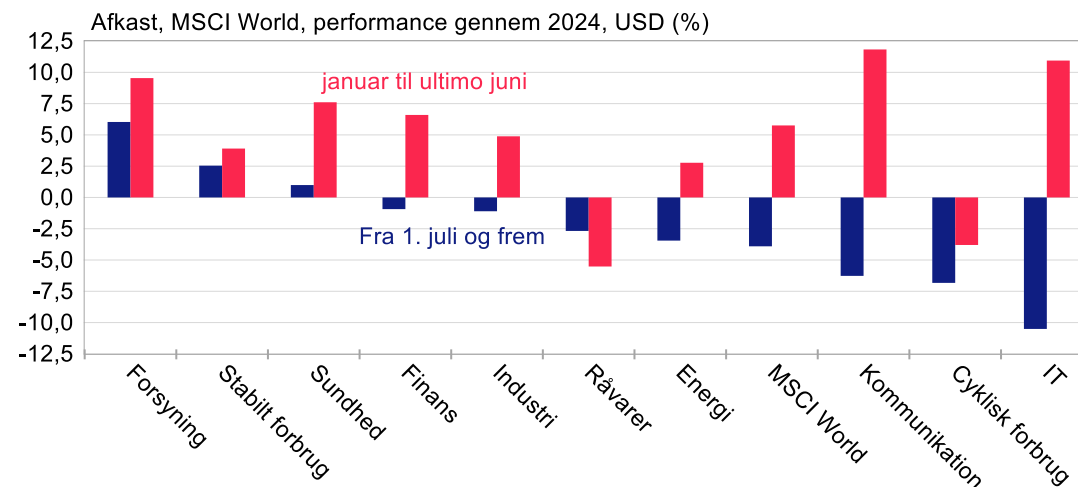
Kina sænkede renterne i juli



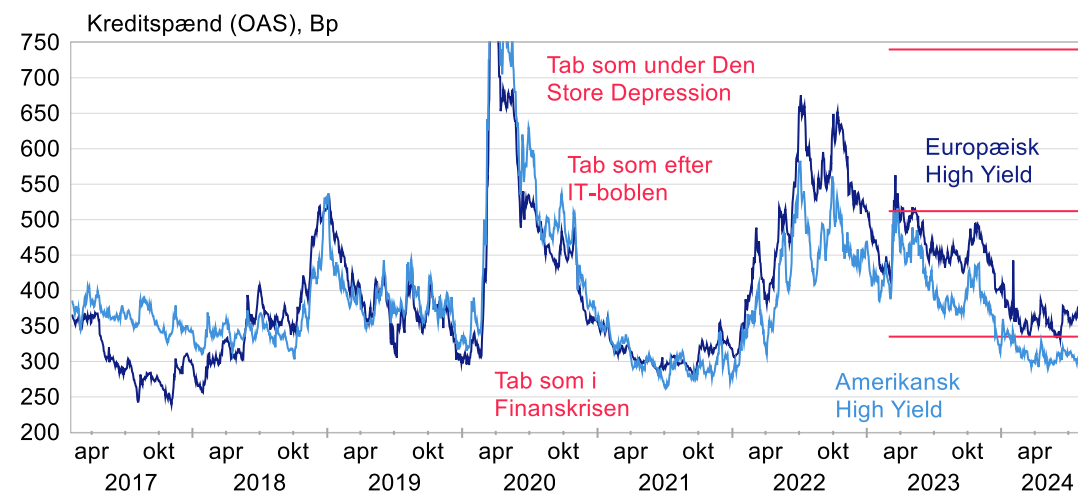
Investeringsstrategi/allokering

- Vi har ikke ændret på vores generelle investeringsstrategi henover sommeren. Vi har en neutral position i aktier mod stats/realkreditobligationer. Vi har fortsat en overvægt i High Yield inden for kredit, og inden for aktiemarkedet foretrækker vi sektorerne industri, stabilt forbrug og IT. Regionalt er vi overvægtet USA, mens vi tematisk har et godt øje til brasilianske aktier. Sommerens tech- og vækstbekymringer har ledt til store udsving i markedet, men ikke påvirket vores syn på markederne betydeligt.
- Først og fremmest virker bekymringerne om den økonomiske udvikling indtil videre overdramatiske med tanke på, hvor lidt bekymrede de fleste forekom at være for få uger siden, og med tanke på, hvor få nøgletal der siden da har vist større svaghed. Vi ser svækkelse i nøgletal fra USA, men meget lidt tyder på alvorlige udfordringer. Efterspørgslen virker robust, virksomhederne afskediger atypisk få, og antallet af konkurser daler (se yderligere i USA-afsnittet ovenfor).
- Bekymringerne om tech virker knap så svære at forstå – de kan for så vidt vise sig at være valide. Der er oplagt meget stor usikkerhed om, hvordan udbredelsen af kunstig intelligens vil foregå, og det efterlader betydelige risici for fejlvurdering af potentialet ikke mindst i de selskaber, der står centralt i udviklingen i dag. Regnskabssæsonen viste den enorme følsomhed, der lige nu er i markedet for signaler om tempoet i den udvikling. Vores hovedforventning er dog, at efterspørgslen efter løsninger, der tillader virksomheder at benytte kunstig intelligens, på kort sigt vil forblive stor.
- Vi vurderer, at den dominerende bekymring i markedet er "vækstfrygt", og vi venter at se tilpas stor verdensøkonomisk robusthed til, at disse bekymringer dulmes over de kommende måneder.

Det cykliske og tech har haltet efter gennem sommeren



High yield-spænd udvidet under sommerens markedsuro



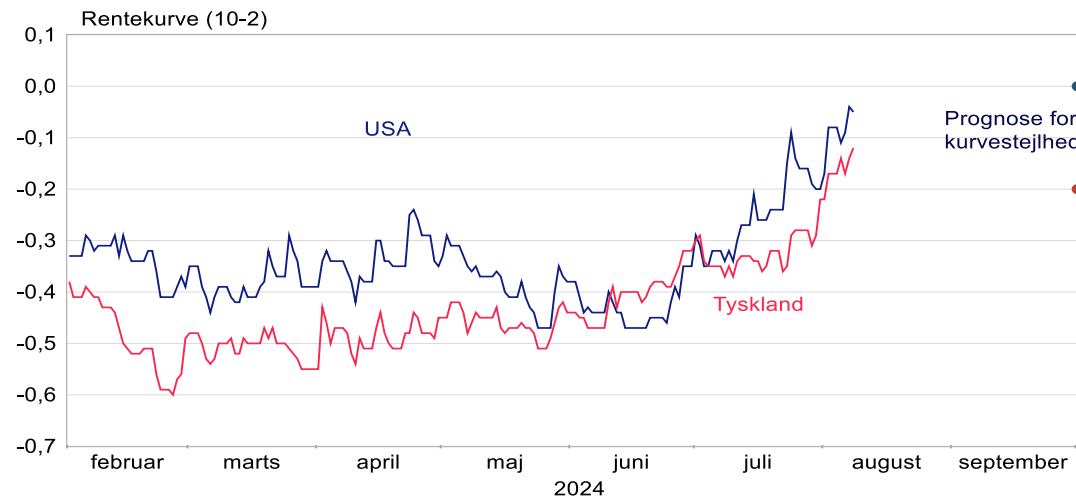
*Note: Grafen viser breakeven-spænd, hvis tabene bliver som under respektive kriser (USA)

Renter, valuta og råvarer

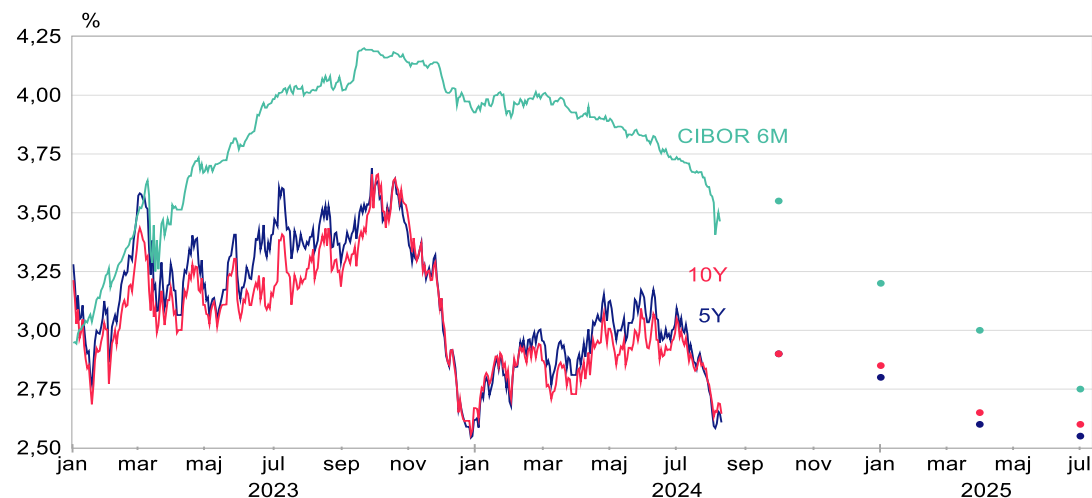
Renter: Øgede forventninger til rentenedsættelser

- Markedsrenterne er faldet en del over sommeren. De 10-årige renter i USA og Tyskland er siden primo juni faldet henholdsvis ca. 50bp til 3,95% og 30bp til 2,25%. I perioder har det tyske marked været understøttet af uroen i Frankrig ifm. valget og regeringsdannelsen. De danske renter er faldet nogenlunde tilsvarende som de tyske, og finansieringsrenterne er nu under vores ultimo 2024-prognose.
- Kursen på 4% 2056 (med afdrag) kravlede op over 99, men er siden faldet lidt tilbage. Der er et stykke endnu, før der lukkes for udstedelse af lånetilbud. OAS er kravlet lidt op over sommeren, der har været præget af lav udstedelsesaktivitet. Refinansieringsauktionerne viste som ventet, at låntagerne skifter ud af F5 – tendensen fortsætter altså, dog i aftagende grad.
- Der har været underliggende tendens til stejling af kurven på linje med vores forventning – men det er gået meget hurtigt. Markedet har øget sine forventninger til pengepolitiske lempelser markant. Aktuelt venter markedet mere fra både ECB og Federal Reserve i 2024, end vi har i prognosen.
- Inflationsforventningerne (fx målt ved 5y/5y inflationsswaps) er også faldet over sommeren i takt med stigende vækstbekymringer – derved har forventede realrenter været mere stabile.

Stejling af rentekurverne er i gang



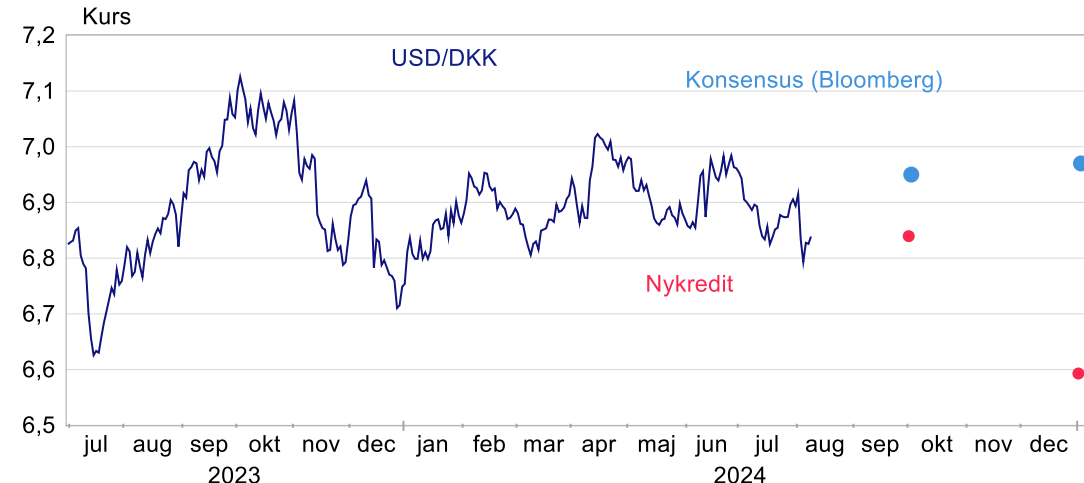
Udvikling og prognose for danske swaprenter



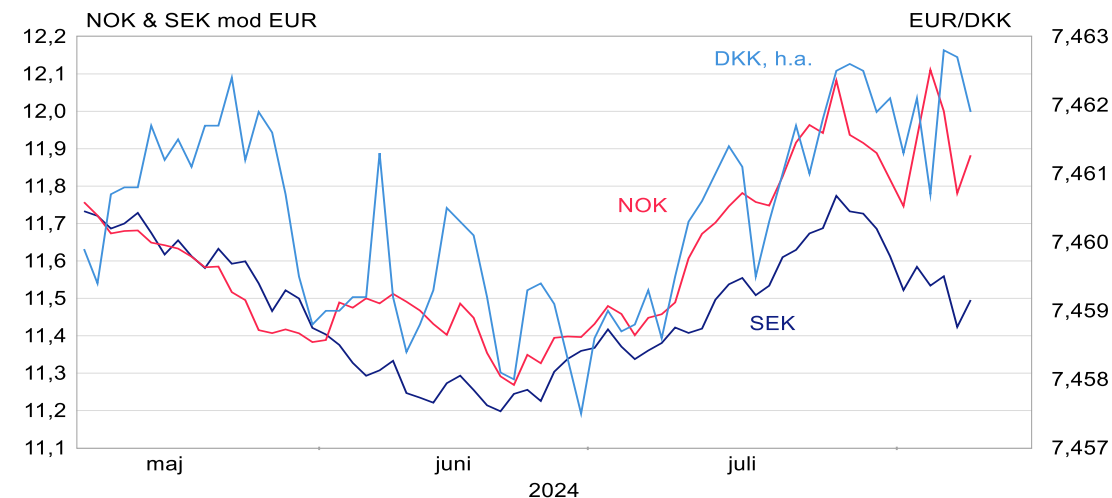
Valuta: Risk-off i juli

- Valutamarkedet var specielt i juli præget af "risk-off"-handel, uden at USD oplevede den typiske styrkelse. Råvare-, likviditets- og vækstfølsomme valutaer som AUD, MXN, NZD og de skandinaviske valutaer blev svækket. JPY og CHF er styrket over sommeren. JPY også pga. intervention og forventninger om pengepolitiske stramninger, der så også kom den 31. juli – siden gik det voldsomt for sig, da "yen carry trades" (lån i yen som investeres i højrentevalutaer) blev afviklet og gav apreciering på adskillige procent over få dage.
- Normalt styrkes USD i urolige tider. Det er ikke sket, og overordnet synes USD fortsat at handle i et interval. Den politiske usikkerhed og øget forventning til pengepolitiske lempelser i USA har bidraget til at holde USD tilbage. Vi venter en svækkelse af USD mod slutningen af året og ind i 2025, men valget i november er en usikkerhedsfaktor.
- CNY er fortsat i en svag tendens, men har kortvarigt nydt godt af nedlukning af "carry"-positioner på linje med JPY og CHF.
- Der har været et generelt svækkelsespres på de skandinaviske valutaer over sommeren, og de ramte i juli tæt årets svageste niveau. Men de har siden rettet sig noget ind i august. Svækkelsen synes helt domineret af international tendens, men øger spændingen op til de pengepolitiske møder 15. aug. (Norge) og 20. aug. (Sverige). Kan Norges Bank finde på at forhøje renten som i december 2023, og kan Riksbanken fastholde renten (-35bp er inddiskonteret) pga. hensynet til importeret inflation?

Intervalhandel i USD er fortsat over sommeren



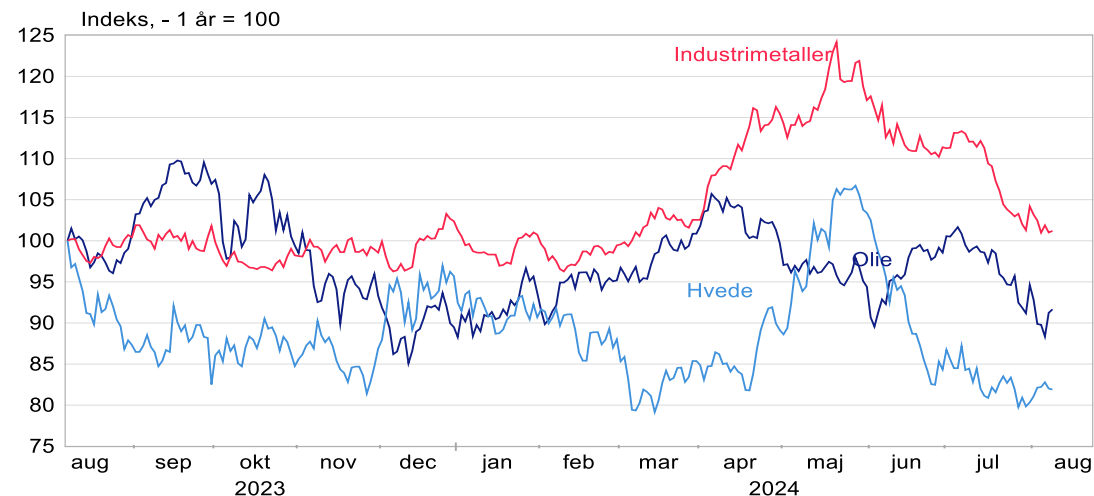
Pres på de skandinaviske valutaer



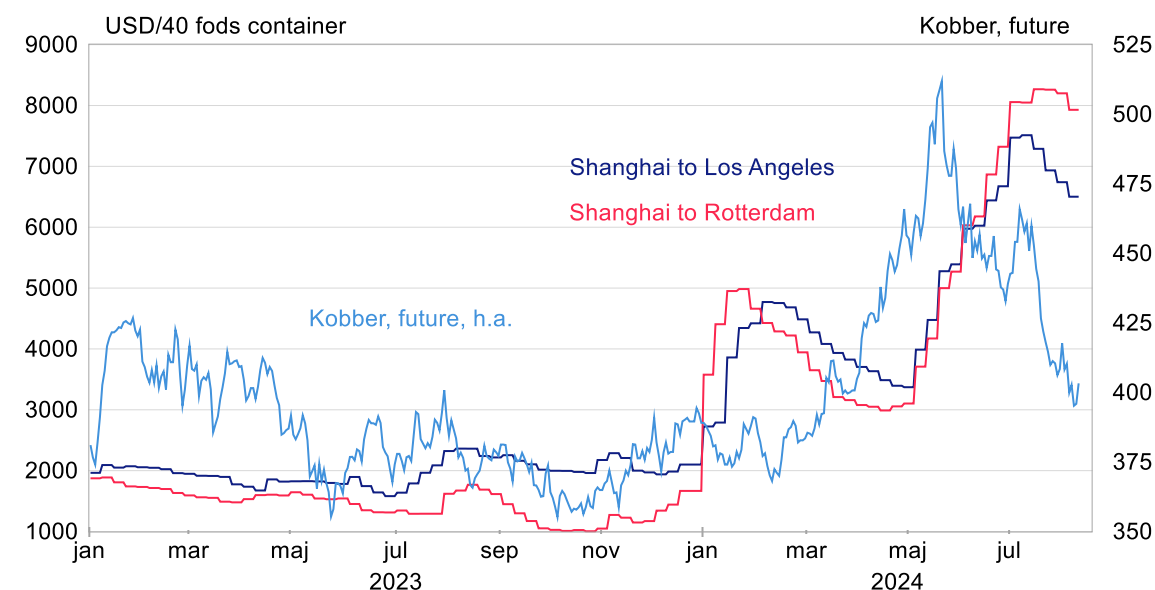
Råvarer – blandet landhandel

- De fleste råvarepriser har hen over sommeren afspejlet global vækstbekymring. Det ses fx i olie, stål, litium og kobber. Faldet har reverseret stigninger tidligere på året, så de fleste råvarepriser ligger aktuelt med forandringer på +/-15% på året.
- Olieprisen er faldet mere end 10% siden begyndelsen af juli til under USD 80 (brent), efter fornyede geopolitiske bekymringer med udgangspunkt i Mellemøsten og Venezuela ellers kortvarigt trak olieprisen op. Gasprisen i EU er sommeren kravlet op over på årets højeste niveau (tæt på 40EUR/MWh). Bevægelsen er drevet af, at ukrainske tropper har erobret kontrol over afgørende gas-transit-knudepunkter ved den russiske grænse.
- Containerfragtraterne fra Asien/Kina er forblevet høje over sommeren, men har dog set en lille aftagende tendens. Det generelt høje fragtprisniveau skyldes
 - Forlænget transporttid pga. fravalget af Suezkanalen sfa. sikkerhedssituationen omkring Yemen
 - Fremrykkede leverancer fra Kina pga. bekymring om toldkrig mv. Fragtmarkedet er ellers præget af overkapacitet, som tidligere har tenderet til at presse fragtraterne ned. Det venter vi sker igen i 2. halvår.
- Der er stor volatilitet og uens tendens i landbrugsråvarerne. Soja, majs, hvede, bomuld mv. er faldet og er nær niveauerne før pandemien. Omvendt er kaffe og smør steget over sommeren.

De fleste råvarer er faldet i pris over sommeren

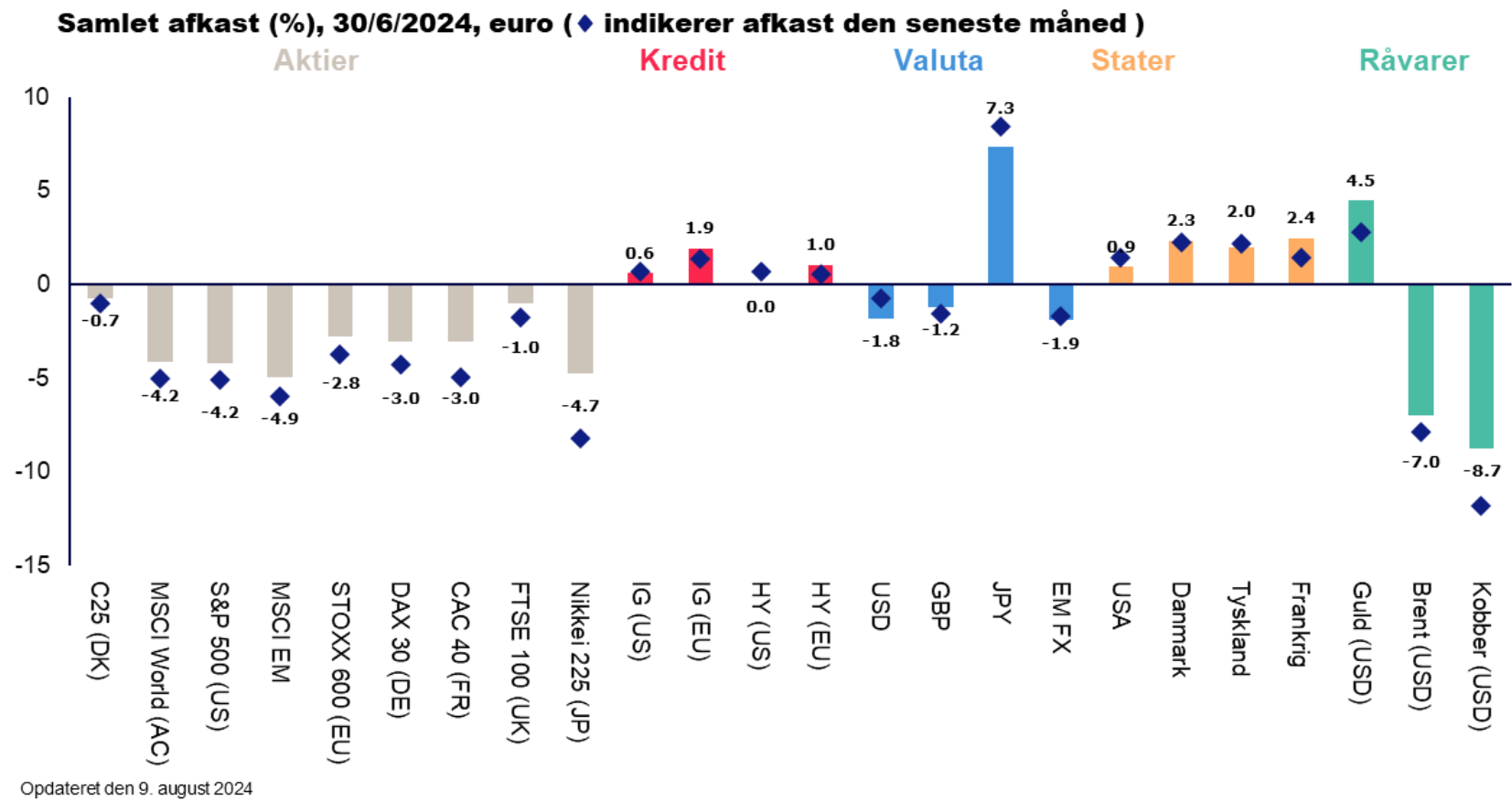


Meget forskelligt signal i kobber og containerfragtrater



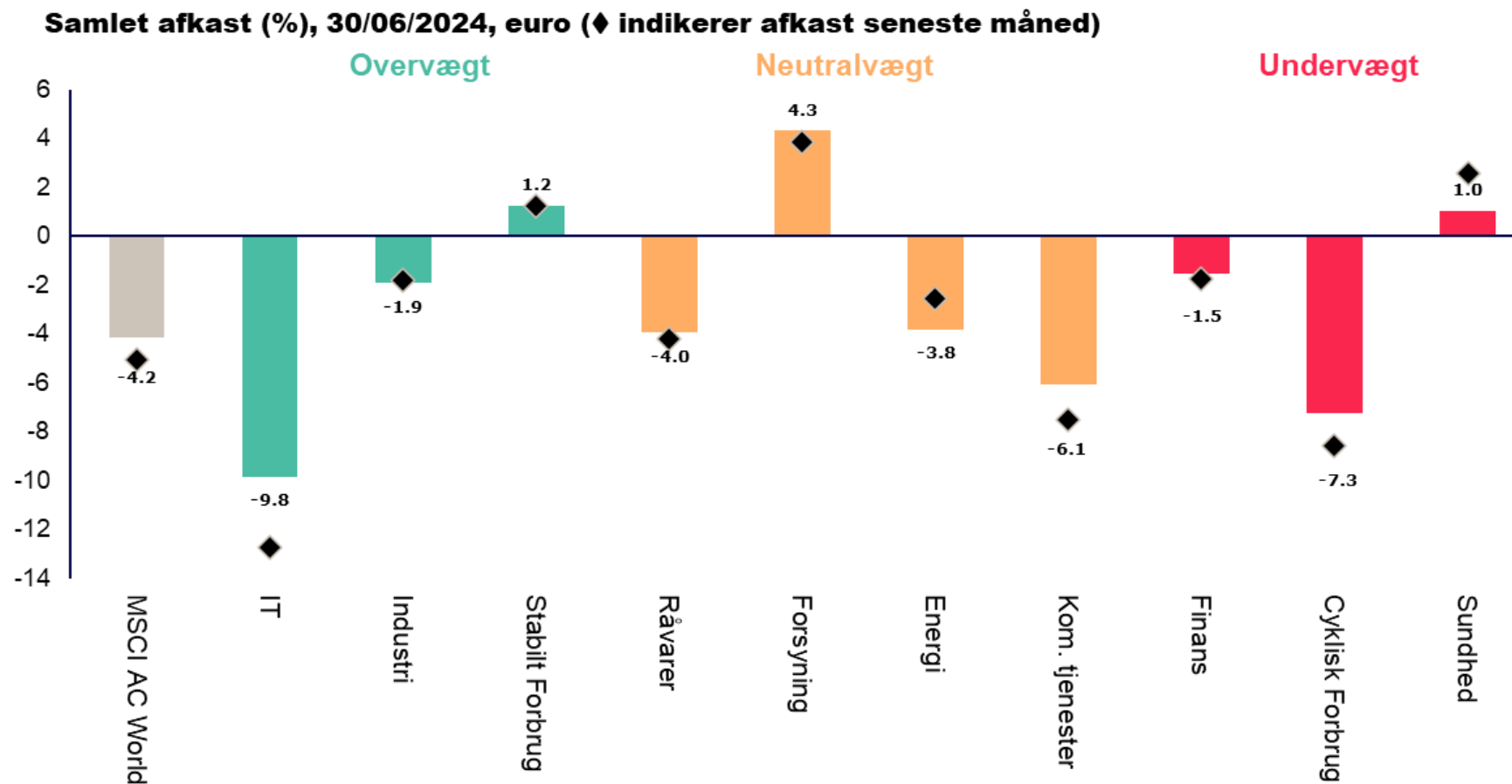
Markedsbevægelser

Markedsbevægelser



Kilde: Macrobond, Bloomberg, Nykredit Markets

Markedsbevægelser (MSCI AC World-indeks)



Note: Samlet afkast er inkl. udbytter
Opdateret den 9 august 2024

Kilde: Macrobond, Bloomberg, Nykredit Markets

DISCLOSURE OG DISCLAIMER

Dette materiale er udarbejdet af Nykredit Markets, der er en del af Nykredit Bank A/S. Nykredit Bank A/S er en finansiel virksomhed, der er under tilsyn af Finanstilsynet.

Materialet blev færdiggjort og første gang frigivet til distribution på den på forsiden af analysen angivne dato.

For yderligere information se venligst vores [disclosure og disclaimer](#)

