

Riksbanken redder ikke svenske kroner

En svag SEK er helt i overensstemmelse med tidens markedspessimisme og globale vækstafmatning. Riksbankens renteforhøjelser vil ikke løfte SEK, og et stærkt comeback hænger på mindre global pessimisme og en samtidig returnering af kapitalen mod svenske industri- & IT-selskaber. SEK er nedjusteret.

- Comeback til SEK afventer færre bekymringer i verden
- Tre Kronor ryster under ekstrem global pessimisme
- Lavt prisfastsat SEK helt i overensstemmelse med fakta
- Sveriges potentiale for kapitalindstrømning og en stigende SEK
- Uventet ekstremt risikoscenarie

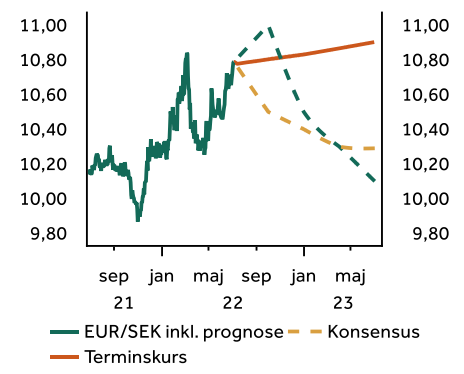
Risikomærkning	■ ■ ■ X
Kompleks	X
Ikke-kompleks	

Se venligst de sidste sider for forklaring.

Comeback til SEK afventer færre bekymringer i verden

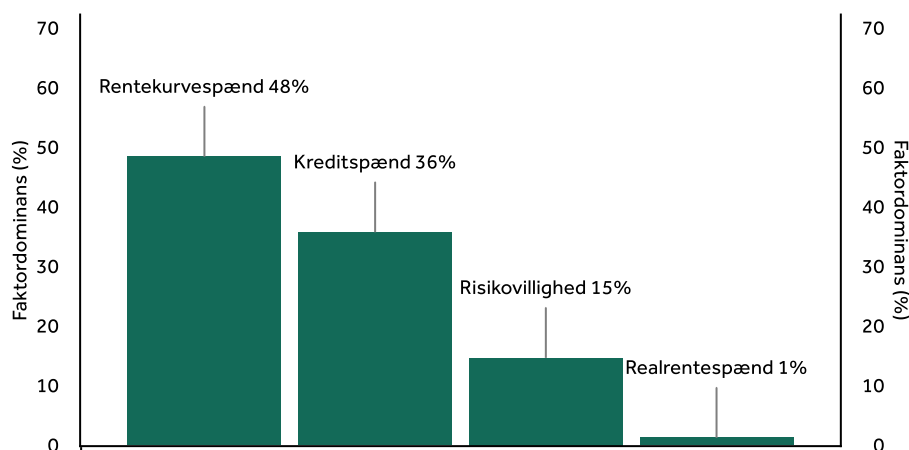
Den svenske kronens (SEK) svage dagsform er helt i overensstemmelse den globale vækstafmatning, den udbredte markedspessimisme og vores prisfastsættelsesmodeller for SEK på kortere sigt som signalerer, at EUR/SEK bør handle EUR 10,68 til 11,04. En vurdering, som tager hensyn til både finansielle & fundamentale drivkræfter, og der eksisterer derfor intet mismatch mellem SEK og valutaens drivkræfter. Først på længere sigt ser vi potentiale for et stærkt comeback til SEK med en købekraftsparitet langt højere end dagens spot. To væsentlige forudsætninger skal dog være til stede, og vi understreger gerne, at Riksbankens pengepolitiske opstramning ikke kan eller vil redde SEK. For at normalisere SEK på lang sigt afventer vi: 1) mindre global pessimisme og 2) at kapitalen samtidig begynder at strømme tilbage til Sverige og SEK. Sidstnævnte tæt forbundet med den strukturelle geopolitiske magtkamp mellem USA og Kina, krigen i Europa, og infrastrukturinvesteringer på vejen mod en grøn omstilling. I vores uventede ekstreme risikoscenarie relateret til energikrisen og en global økonomisk recession ser vi SEK svækket mod EUR 11,50 (udbrud af COVID19-pandemi) og EUR 11,80 (historisk lavpunkt fra Finanskrisen i marts 2009). Vi har nedjusteret SEK, og valutaprognosen er nu: Q3-22 EUR 11,00, Q4-22 EUR 10,50, Q1-23 EUR 10,30 og Q2-23 EUR 10,10.

Figur 1: Valutaprognose for SEK



Figur 2: Konjunkturerne trumfer Riksbankens pengepolitik

Primær model for EUR/SEK (R2 85%)



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

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

Rente- og valutastrateg,
Morten Hassing Povlsen
+45 89 89 71 08
mhp@jyskebank.dk

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

Vigtig investorinformation:
Se materialets sidste sider.

Tabel 1 Ny valutaprognose	Q3-22	Δ	Q4-22	Δ	Q1-23	Δ	Q2-23	Δ
USD	10,48	4,8%	9,55	2,4%	8,88	2,0%	8,71	0,0%
EUR	11,000	4,8%	10,500	2,4%	10,300	2,0%	10,100	0,0%
DKK	0,68	-4,5%	0,71	-2,4%	0,72	-1,9%	0,74	0,0%

Kilde: Jyske Bank

Tre Kronor ryster under ekstrem global pessimisme

Det kommer næppe som en overraskelse, at SEK svinger i takt med den globale konjunkturcyklus, jf. figur 3. Når der er konjunkturaftmatning i verden, så er industri-Sverige og SEK under pres, og det er Jyske Banks vurdering, at konjunkturudsigterne stadig er under pres, se evt. [Sorte skyer trækker sig sammen over verdensøkonomien](#).

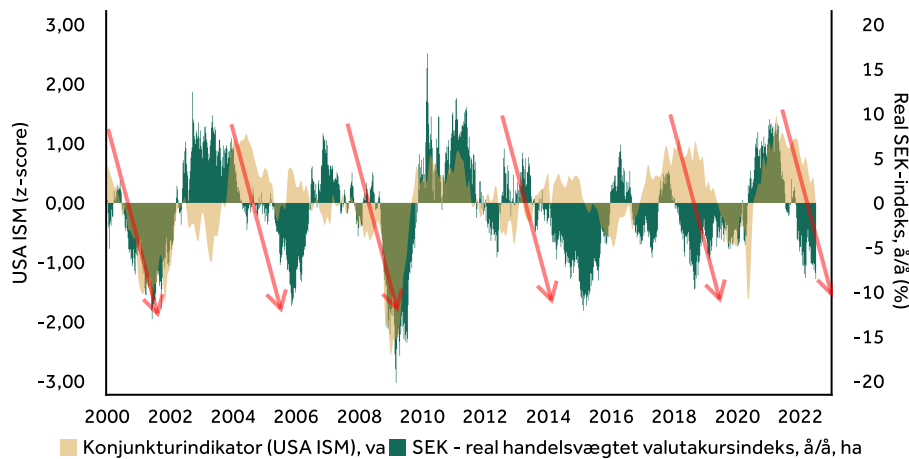


"Tre Kronor, også kaldet "lilla riksvapnet", er et af de heraldiske skjolde, som indgår i det officielle svenske rigsvåben."

Kilde: Wikipedia ([her](#))

Figur 3: SEK kan ikke stige, så længe der er konjunkturaftmatning

Normal sammenhæng betyder konjunkturaftmatning => svag svensk krone

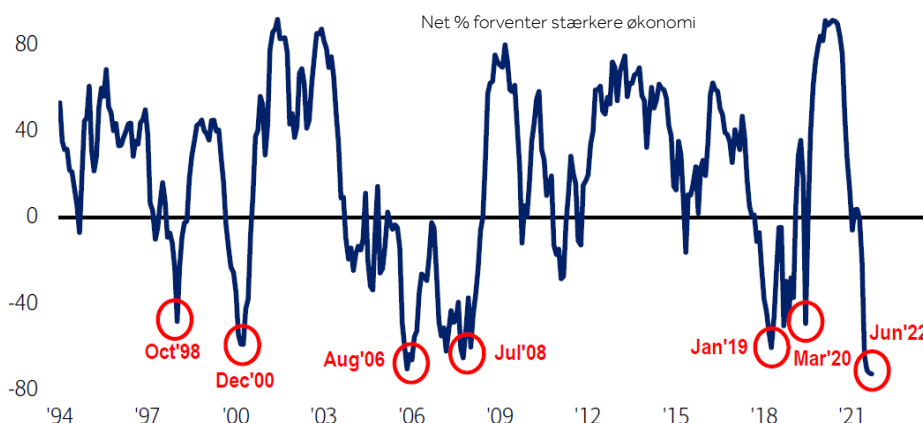


Kilde: Macrobond og Jyske Bank

SEK's afhængighed af de globale økonomiske konjunkturer ser vi udtrykt gennem, at rentekurvespænd, kreditspænd og risikovillighed har den dominerende indflydelse på valutakursen for SEK, jf. figur 2. Derimod peger den lave indflydelse på SEK fra realrentespændet mellem SEK og EUR, at Riksbankens (og ECB's) pengepolitik ikke får en afgørende betydning.

Riksbanken redder *ikke* svenske kroner

Figur 4: Globale kapitalforvaltere uden optimisme



Kilde: BofA GFM og Jyske Bank

I vores øjne er svækkelsen af SEK på 6% siden april mere end andet tæt forbundet med de mange globale bekymringer, som har foranlediget, at f.eks. globale kapitalforvaltere har de **laveste forventninger til økonomierne siden 1994**, og at deres **indtjeningsforventninger** til verdens aktieselskaber er de **laveste siden Lehman Brothers kollapsede i september 2008**.

Global pessimisme er udbredt

Den globale pessimisme er uden tvivl ekstrem, og det betyder i vores øjne, at:

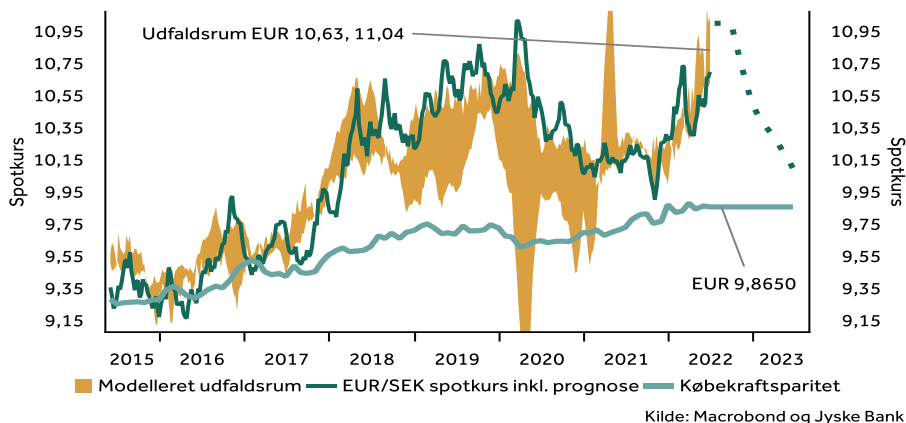
- Pessimismen må være **tæt på fuldt indpriset**, såfremt vi undgår et "ekstremt risikoscenarie"
- Undgår vi et "ekstremt risikoscenarie", så har SEK potentiale til et comeback

Lavt prisfastsat SEK helt i overensstemmelse med fakta

Mens den globale pessimisme tydeligvis er ekstrem og SEK helt i overensstemmelse svækket, så signalerer prisfastsættelsen af SEK, at **svækkelsen er i fuld overensstemmelse med den faktuelle situation**. Vores prisfastsættelsesmodeller viser således, at **EUR/SEK på kortere sigt bør handle mellem EUR 10,68 til 11,04**, jf. figur 5, mens dagens spot er EUR 10,79. En vurdering, som tager hensyn til både finansielle & fundamentale drivkræfter, og der eksisterer derfor intet mismatch mellem SEK og valutaens drivkræfter.

Figur 5: SEK er lavt og fair prisfastsat... undtagen på lang sigt

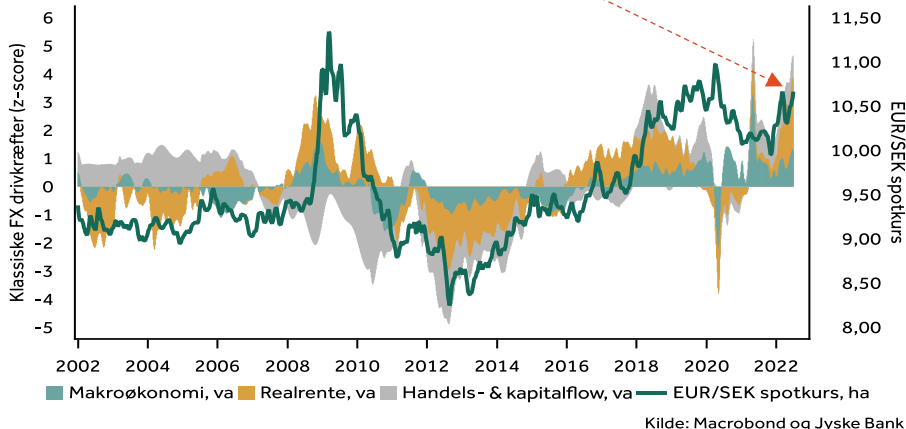
Udfaldsrum via EUR/SEK-modeller & købekraftsparitet



Først når vi ser på den **meget langsigtede prisfastsættelse af SEK** (købekraftsparitet) bliver det tydeligt, at SEK har et **reelt potentiale for et comeback**... når mere favorable globale omstændigheder atter viser sig.

Figur 6: Fundamentale drivkræfter er stadig reel modvind for SEK

Fundamental model for FX EUR/SEK (R2=61%)



For at indfri potentialet til et langsigtet comeback ser vi to forudsætninger:

- 1) Intet betydende comeback for SEK uden mindre global pessimisme
- 2) Kapitalen begynder samtidig at strømme tilbage til Sverige og SEK

Sveriges potentiale for kapitalindstrømning og en stigende SEK

Det er vores vurdering, at den globale pessimisme allerede er ekstrem. En udbredt pessimisme, som udover de laveste forventninger til økonomierne siden 1994 også afspejler sig i de laveste forventninger til virksomhedernes indtjening siden Lehman Brothers kollapsede under Finanskrisen i 2008, jf. figur 7.

Eftersom finansmarkederne løbende priser det mest sandsynlige scenarie for fremtiden, så udleder vi af øjeblikkets ekstreme pessimisme, at selv en smule lys for enden af tunnelen kan forårsage en væsentlig ændring i finansmarkedets prising af alle typer af aktiver. Udfordringen er, at en smule lys endnu ikke har vist sig.

Figur 7: Ekstremt lave forventninger til virksomhedernes indtjening

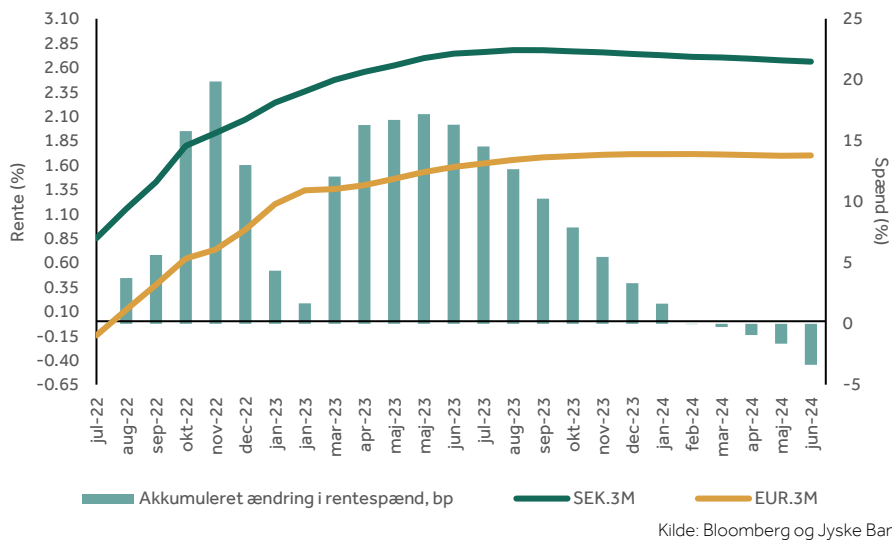


Kilde: BofA GFM og Jyske Bank

Riksbanken redder ikke svenske kroner

I sidste uge valgte Riksbanken at forhøje renten med 50 bp til 0,75 %, ligesom balancen i 2. halvår bliver reduceret hurtigere end tidligere annonceret. Med et solidt løft af rentebanen signalerede Riksbanken samtidig, at de forventer at forsætte stramningerne i den kommende tid. Riksbanken forventer således, at renten i starten af 2023 vil være forhøjet til omkring 2 %, hvorefter den kun vil blive forhøjet meget marginalt i resten af prognoseperioden. Jyske Banks prognose indebærer, at Riksbankens repo-rente bliver forhøjet med 50 bp igen til september, og at den i februar 2023 når op i 2 %.

Som tidligere argumenteret, så vurderer vi, at det ikke er Riksbankens pengepolitik, som igangsætter SEK's langsigtede stigningspotentiale. En vurdering, som også bliver understøttet af, at pengemarkedet priser, at rentespændet mellem SEK og EUR når sit yderpunkt omkring oktober/november 2022, før det atter begynder at vige, jf. figur 8. Derimod ser vi et langsigtet potentiale for kapitalindstrømning til Sverige og derigennem en stigende SEK.

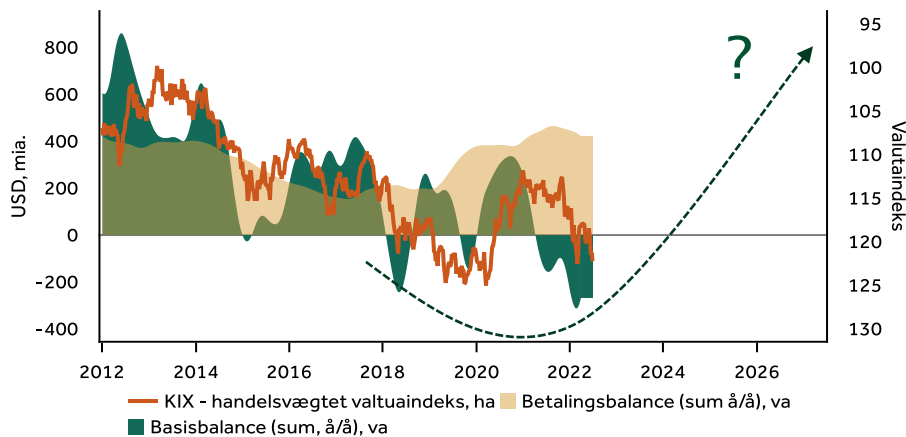
Figur 8: SEK-EUR rentespænd topper om kort tid

Sveriges potentiale for kapitalindstrømning og en stigende SEK

Siden den europæiske gældskrise i 2012 har SEK oplevet én stor nedtur, og en underliggende årsag har været, at kapitalen i Sverige er strømmet ud i et omfang, som selv ikke overskuddet på betalingsbalancen har kunnet kompensere, jf. figur 9. Tidens geopolitiske vinde og vejen mod den grønne omstilling ser vi dog som en mulighed for at vende udviklingen til kapitalindstrømning.

Figur 9: Geopolitik og grøn omstilling kan vende Sveriges kapitaludstrømning

Basisbalance = Betalingsbalance + portefølje & direkte investeringer



Det er et bærende argument for vores hypotese om en langsigtet positiv trendvending for SEK, at to globale makrotemaer fremadrettet bevirker en netto kapitalindstrømning i Sverige og svenske selskaber... og i den transaktion trækker SEK med op mod og potentielt over den fundamentale ligevægtskurs (købekraftsparitet) nu nær kurs EUR 9,86 (DKK 0,75).

De to globale makrotemaer centrerer sig om en strukturel geopolitisk magtkamp og infrastrukturinvesteringer under en grøn omstilling:

- Den strukturelle geopolitiske magtkamp mellem USA og Kina har allerede vist omverden, at en ubegrænset fri og ubesværet samhandel - styret af driftsøkonomiske beslutninger - næppe længere er den virkelighed vi befinder os i. Krigen i Europa har kun fremrykket vejen mod en multipolar

verdensorden. Vi venter, at offentlige og private virksomheder genovervejer leverandørkæderne, opjusterer forsyningsikkerheden og en generel forstærket national bevidsthed om kontrollen over sit lands sikkerhedspolitiske alliancer, strategiske ressourcer og informationsteknologi (IT). I de kommende år venter vi at se en bølge af "re-shoring", hvor vi vurderer, at Sverige og svenske IT- og industriselskaber står attraktivt positioneret i Vesten.

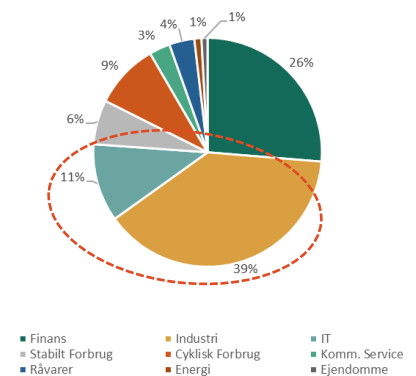
- **Infrastrukturinvesteringer på vejen mod en grøn omstilling** har fra politisk side opnået udbredt enighed, som en nødvendighed for at lede os hen mod klimamålsætningen og digitaliseringen af vores samfund. En konsensus, som fremgår af bl.a. IMF's [Public Investment for the Recovery](#) og EU's [A Renovation Wave for Europe](#). Europas nye sikkerheds- og energipolitik ([Rusland er nu NATO's eksplicitte fjende](#)) forlænger vejen mod den grønne omstilling, men øger nødvendige industrielle investeringer inkl. militært udstyr nu.

"The Russian Federation is the most significant and direct threat to Allies' security and to peace and stability in the Euro-Atlantic area"

Kilde: NATO 2022 Strategi Concept ([link](#))

Vi vurderer, at Sverige med 50 % af børsmarkedet inden for industri og IT står attraktivt positioneret til at blive opgraderet i udenlandske investorerers porteføljer, og at den proces fører til kapitalindstrømning og en stærkere SEK i årene fremover.

Figur 10 – Svenske aktiesektorer



Kilde: Bloomberg, MSCI og Jyske Bank

Figur 11: Globale makrotemaer et potentiale for Sverige og en stærkere SEK

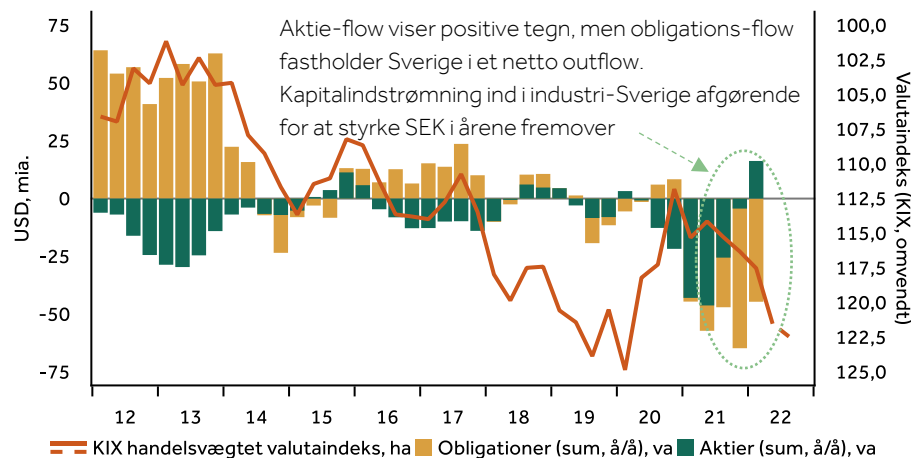


Kilde: Jyske Bank

Gennem det seneste år har kapitalbevægelserne vist positive takter, men endnu ikke i tilstrækkeligt omfang til at bekræfte, at det langsigtede potentiale for Sverige og SEK er begyndt at udfolde sig, jf. figur 12.

Figur 12: Geopolitik og grøn omstilling er en langsigtet rygvind til SEK

Svensk kapitalbalance, obligations- & aktieflow



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Uventet ekstremt risikoscenarie

En ny verdensorden er fremrykket med Ruslands invasion af Ukraine, og det globale energisystem, som stadig er centreret omkring olie og gas, er presset til det yderste. Rusland producerer ca. 10% af verdens olieforbrug, og ingen anden olieproducent(er) kan erstatte Rusland. Andre olieimportører, som Kina og Indien, må nu skifte til russisk olie, så Europa kan begynde at købe sin olie fra Mellemøsten og USA. Den globale olieproduktion, olieefterspørgsel og tidligere handelsruter/infrastruktur hænger ikke sammen. Helt klassisk må olieprisen stige indtil et niveau, hvor efterspørgselstabet bliver så stort, at olieefterspørgslen returnerer til samme niveau som produktionen og den infrastruktur, som er tilgængelig.

Figur 13: Efter EU's olieembargo bør Rusland spilteoretisk svare igen

		Rusland	
		Reducér eksport af energi	Fasthold eksport af energi
EU	Reducér import af energi NU	→ 2,2	3,1
	Reducér import af energi OVER TID	1,3	4,4

Kilde: BCA og Jyske Bank

Sideløbende, så er Ruslands potentielle modsvar overfor EU's olieembargo et gasstop, som i givet fald vil ramme europæisk økonomi meget hårdt ([her](#)) i form af økonomisk recession. Det er ikke Jyske Banks hovedscenarie, men vi er bevidste om, at et sådant potentielt russisk modtræk iflg. [spilteorien](#) fremstår som den tilbageværende mest rationelle beslutning (uafgjort med 2,2), jf. figur 13. Læs evt. også [Russisk naturgas til Europa ebber ud](#).

I dette **uventede ekstreme risikoscenarie** accelererer presset på det globale **energisystem** så meget (forstærket af et russisk gasstop til Europa), at energiprisernes højde leder til et **globalt efterspørgselstab**, som sender den globale økonomi ud i en **økonomisk recession**. Heraf udleder vi:

- Et uventet ekstremt risikoscenarie kan lede til endnu **lavere global risikoappetit**, endnu **lavere efterspørgsel efter SEK** og derigennem lavere kursniveauer end allerede set i 2022
- Et sådant uventet ekstremt risikoscenarie kan sende **SEK nedad mod EUR 11,50** (udbrud af COVID19-pandemi) og **EUR 11,80** (historisk lavpunkt fra Finanskrisen i marts 2009). Niveauerne svarer til hhv. DKK 0,6545 og DKK 0,6320.

Samlet set er det vores vurdering, at SEK svage dagsform er helt i overensstemmelse den globale vækstafmatning, den udbredte markedspessimisme og vores prisfastsættelsesmodeller for SEK på kortere sigt som signalerer, at **EUR/SEK bør handle EUR 10,68 til 11,04**. En vurdering, som tager hensyn til både finansielle & fundamentale drivkræfter, og der eksisterer derfor intet mismatch mellem SEK og valutaens drivkræfter. **Først på længere sigt ser vi potentiale for et stærkt comeback til SEK** med en købekraftsparitet langt højere end dagens spot. To væsentlige forudsætninger skal dog være til stede, og vi understreger gerne, at Riksbankens pengepolitiske opstramning ikke kan eller vil redde SEK. For at normalisere SEK på lang sigt afventer vi: 1) **mindre global pessimisme** og 2) at **kapitalen samtidig begynder at strømme tilbage til Sverige og SEK**. Sidstnævnte tæt forbundet med den strukturelle geopolitiske magtkamp mellem USA og Kina, krigen i Europa, og infrastrukturinvesteringer på vejen mod en grøn omstilling. I vores **uventede ekstreme risikoscenarie** relateret til energikrisen og en global økonomisk recession ser vi SEK svækket mod EUR 11,50 (udbrud af COVID19-pandemi) og EUR 11,80 (historisk lavpunkt fra Finanskrisen i marts 2009). **Vi har nedjusteret SEK**, og valutaprognosen er nu: Q3-22 EUR 11,00, Q4-22 EUR 10,50, Q1-23 EUR 10,30 og Q2-23 EUR 10,10.

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://jyskebank.com/da/investinfo>

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, debitorsammensætning 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 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.

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

Rentepronosen 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 månedligt. 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.