

Svag svensk krone fanget i dyndet af globale udfordringer

Riksbankens renteforhøjelser kan ikke kompensere for kronens følsomhed over for konjunkturaftmatning og risikoaversion. Vi har nedjusteret SEK, og et comeback vil tidligst blive indledt til foråret. Risikoscenariet er en ny dyb global recession, som kan sende SEK til historisk lave kursniveauer.

- SEK er undervurderet presset af globale bekymringer
- Regionale recessioner gennem vinteren => comeback til SEK fra foråret
- Global recession => endnu svagere SEK gennem vinteren
- Sveriges potentiale for kapitalindstrømning og en stigende SEK

Risikomærkning	<div><div></div><div></div><div></div><div>X</div></div>
Kompleks	X
Ikke-kompleks	

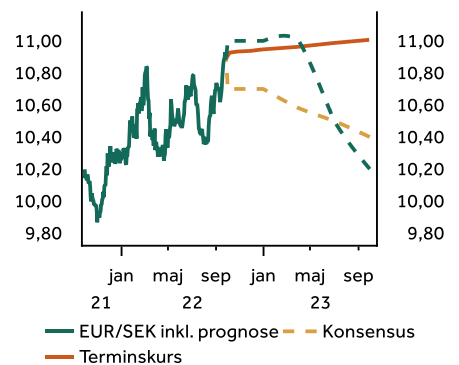
Se venligst de sidste sider for forklaring.

SEK er undervurderet presset af globale bekymringer

Det er Jyske Banks vurdering, at regionale økonomiske recessioner er på vej i Europa og USA, mens den globale økonomi samlet set undgår tilbagegang ([her](#)). Samtidig er verdens energisystem under pres forstærket af Vestens strategiske beslutning, om at gøre sig uafhængig af Ruslands fossile energikilder. Det er ikke givet, at verdens energibalance hænger sammen denne vinter, og det kan lede til lavere global økonomisk aktivitet før den fysiske energibalance bliver genetableret. En cocktail, som er sundhedsskadelig for svenske kroner (SEK), som er meget følsom over for konjunkturaftmatning og global risikoaversion, mens Riksbankens renteforhøjelser er langt mindre afgørende for SEK.

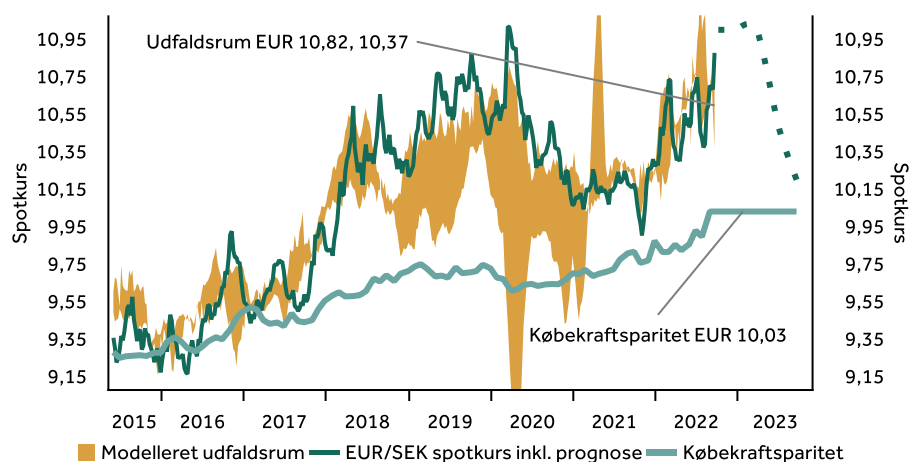
Vores prisfastsættelsesmodeller for SEK signalerer, at SEK er lavt prisfastsat, men næppe ekstremt billig, og i vores øjne står vi dermed konfronteret med to realistiske scenarier for det kommende år: 1) vores hovedscenarie er regionale recessioner gennem vinteren, og et comeback til SEK fra foråret, når de globale bekymringer aftager, og 2) vores risikoscenarie med en global recession, som sender SEK mod endnu lavere kursniveauer gennem vinteren.

Figur 1: Valutaprognose for SEK



Figur 2: SEK er lavt prisfastsat... presset af globale bekymringer

Udfaldsrum via EUR/SEK-modeller & købekraftsparitet



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

Vi har nedjusteret SEK i vores hovedscenarie, og valutaprognosen er nu: Q4-22 EUR 11,00, Q1-23 EUR 11,00, Q2-23 EUR 10,50 og Q3-23 EUR 10,20. Vores risikoscenarie relateret til energikrisen og en global økonomisk recession kan

Vigtig investorinformation:
Se materialets sidste sider.

svække SEK mod EUR 11,50 (udbrud af COVID19-pandemi) og EUR 11,80 (historisk lavpunkt fra Finanskrisen i marts 2009).

Tabel 1 Ny valutaprognose	Q4-22	Δ	Q1-23	Δ	Q2-23	Δ	Q3-23	Δ
USD	11,00	4,8%	11,00	6,8%	9,72	4,0%	9,11	1,0%
EUR	11,00	4,8%	11,00	6,8%	10,50	4,0%	10,20	1,0%
DKK	0,68	-4,5%	0,68	-6,4%	0,71	-3,8%	0,73	-1,0%

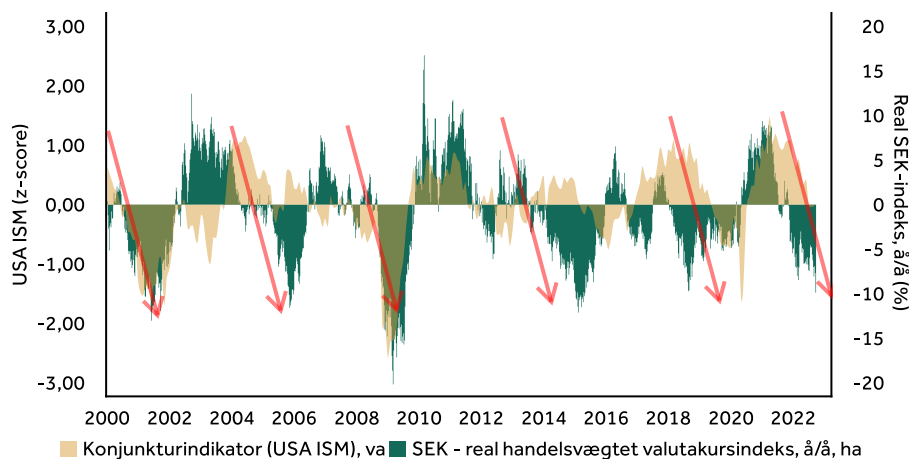
Note: Δ er ændring fra sidste prognose. Kilde: Jyske Bank

Regionale recessioner gennem vinteren => comeback til SEK fra foråret

Det er næppe en overraskelse, at SEK svinger i takt med den globale konjunkturcyklus, jf. figur 3. Når der er konjunkturaftatning i verden, så er industri-Sverige og SEK under pres, og det er Jyske Banks vurdering, at konjunkturudsigterne er forværret med USA og Europa på vej mod en mild økonomisk tilbagegang ([her](#)).

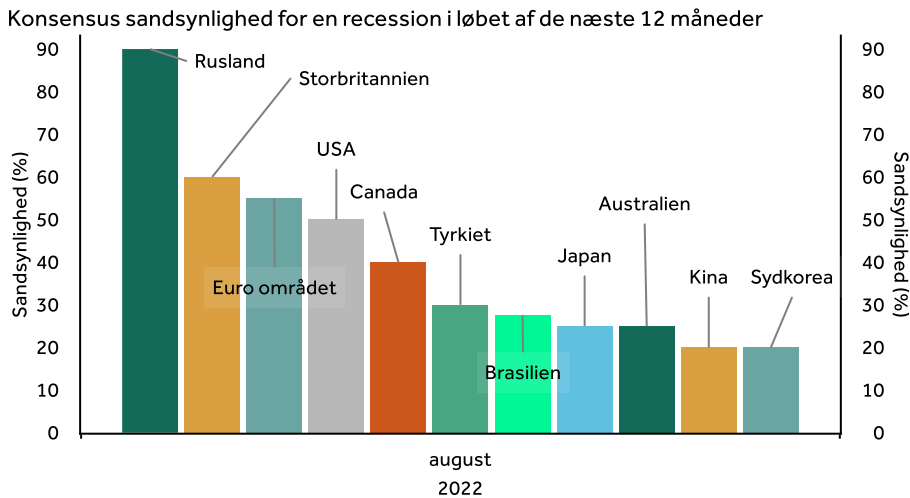
Figur 3: SEK kan ikke stige, så længe der er konjunkturaftatning

Normal sammenhæng betyder konjunkturaftatning => svag svensk krone



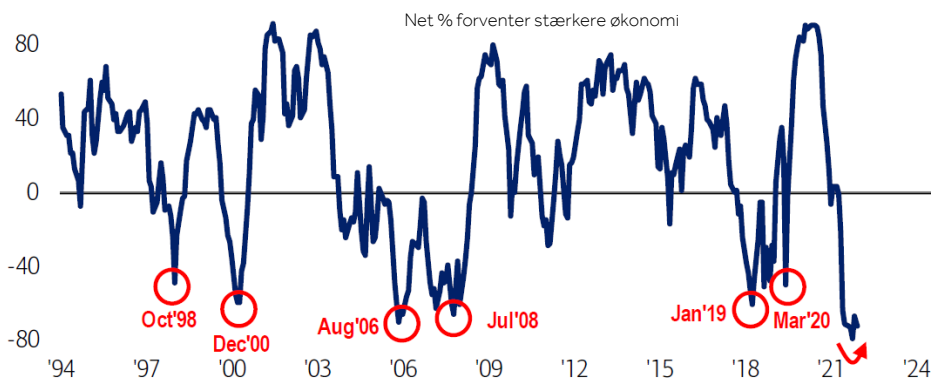
Kilde: Macrobond og Jyske Bank

SEK's afhængighed af de globale økonomiske konjunkturer udmønter sig også i, at rentekurvespænd, kreditsspænd og risikovillighed har den dominerende indflydelse på valutakursen for SEK. Derimod peger den lave indflydelse på SEK fra realrentespændet mellem SEK og EUR, at Riksbankens (og ECB's) pengepolitik ikke får en afgørende betydning. En indsigt, som ofte fortaber sig i den daglige debat.

Figur 4: Størst sandsynlighed for regionale recessioner – ikke global

Kilde: Macrobond, Bloomberg og Jyske Bank

De globale bekymringer bliver også afspejlet i, at der er historisk få kapitalforvaltere i en international undersøgelse, som forventer en stærkere økonomi i de kommende kvartaler, jf. figur 5.

Figur 5: Globale kapitalforvaltere uden nogen økonomisk optimisme

Kilde: BofA GFM og Jyske Bank

I vores øjne bliver det taktisk afgørende for SEK, om vi kommer til at gennemleve milde regionale recessioner (vores hovedscenarie), eller udfordringerne spredt sig til en dyb global recession à la COVID-19 pandemien. Jyske Bank venter milde regionale recessioner, og herigennem er der åbnet for et comeback til SEK, når pessimismen og risikoaversionen aftager sandsynligvis fra omkring foråret/sommeren 2023.

På den baggrund nedjusterer vi SEK i vores hovedscenarie, og valutaprognosen er nu: Q4-22 EUR 11,00, Q1-23 EUR 11,00, Q2-23 EUR 10,50 og Q3-23 EUR 10,20.

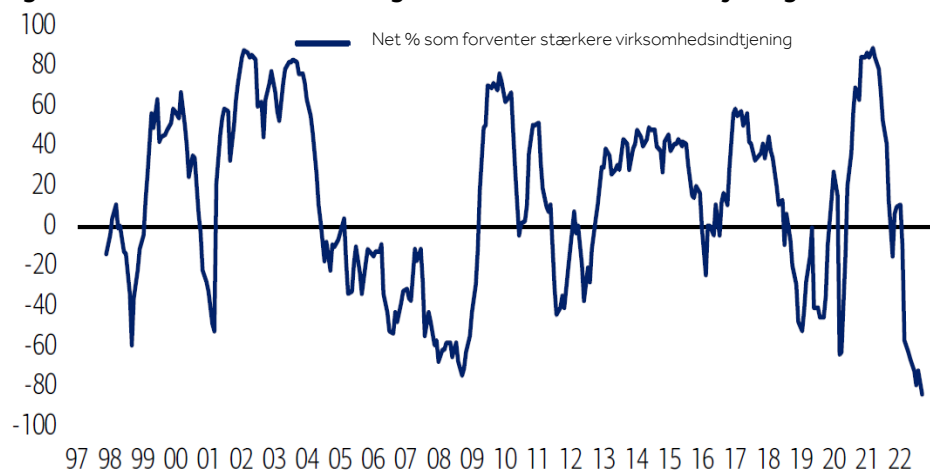
Global recession => endnu svagere SEK gennem vinteren

Dette er vores risikoscenarie, og sandsynligheden er ikke ubetydelig, hvilket vi udleder af følgende observationer:

Øjeblikkets pessimisme er historisk udtalt både for økonomierne og for virksomhedernes indtjeningsudsigter, dvs. værre end under COVID19-pandemien og Finanskrisen. Det tjener både som et signal om, at stor pessimisme

er indpriset på finansmarkedet, men også at vores hovedscenarie om milde regionale recessioner er "optimistisk".

Figur 6: Historisk lave forventninger til virksomhedernes indtjening



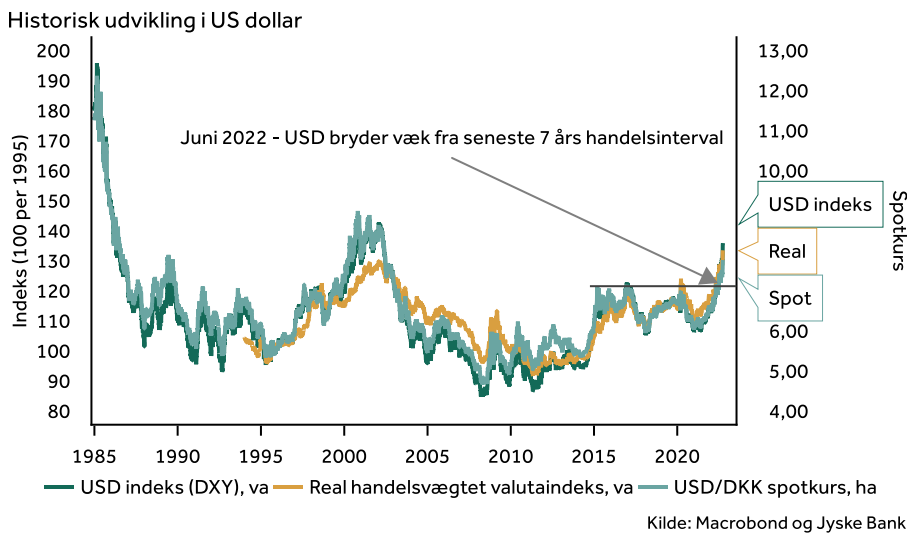
Kilde: BofA GFM og Jyske Bank

Brent olieprisen handler til pt. \$85, og det betyder, at oliemarkedets aktører indpriser et efterspørgselstab i Q4-22 på 3,2 mio. tønder olie per dag (simuleret via vores fundamentale olieprismodel, jf. tabel 2). Under COVID19-pandemien oplevede verden et efterspørgselstab på 3,6 mio. tønder olie per dag i tre måneder. I vores øjne priser oliemarkedet dermed allerede nu stort set en ny global og dyb økonomisk recession.

Tabel 2 - Fundamental Brent olieprismodel	Mio. tønder olie per dag			
	Q4	Q1	Q2	Q3
Efterspørgselstab a la ny pandemi, dvs. atypisk dyb global recession	3,20			
Netto lagerændring (mio. tønder)	292	0	0	0
Modelleret oliepris	85	78	81	80

Kilde: Jyske Bank

Når verden oplever økonomisk afmatning og risikoaversion skifter kapitalforvalternes fokus fra "afkast" til "kapitalsikring". Markedseffekten er, at USA, med verdens bredeste, dybeste og mest likvide kapitalmarked, oplever en forhøjet efterspørgsel efter aktiver... og US dollaren (USD) stiger derigennem. I dag handler USD på det højeste niveau i to årtier, og juni måneds brud væk fra de seneste 7 års handelsinterval betyder i vores øjne, at valutamarkedet indpriser en dyb global recession.

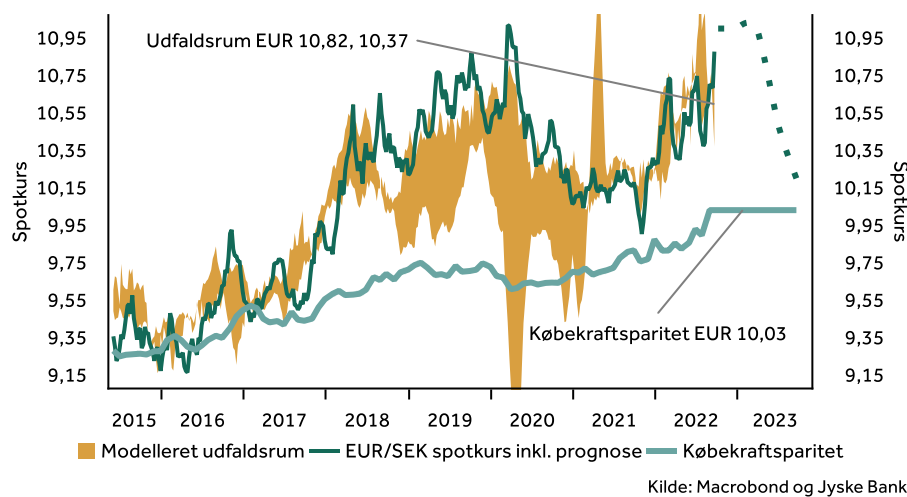
Figur 7: US dollar stiger til de højeste niveauer i to årtier

Prisfastsættelsen af SEK er i vores øjne næppe ekstrem med dagens spotkurs EUR 10,95 holdt op mod vores modellerede udfaldsrum på EUR 10,82 – 10,37 via finansielle og fundamentale data, jf. figur 8. For det kommende år er der dermed næppe en tilstrækkelig "rabat" på SEK til, at valutaen potentielt vil kunne modstå presset fra en uventet ny dyb global recession.

Vi vurderer, at vores risikoscenarie kan svække SEK mod EUR 11,50 (udbrud af COVID19-pandemi) og EUR 11,80 (historisk lavpunkt fra Finanskrisen i marts 2009).

Figur 8: SEK er lav, men næppe ekstremt billig... undtagen på lang sigt

Udfaldsrum via EUR/SEK-modeller & købekraftsparitet



Sveriges potentiale for kapitalindstrømning og en stigende SEK

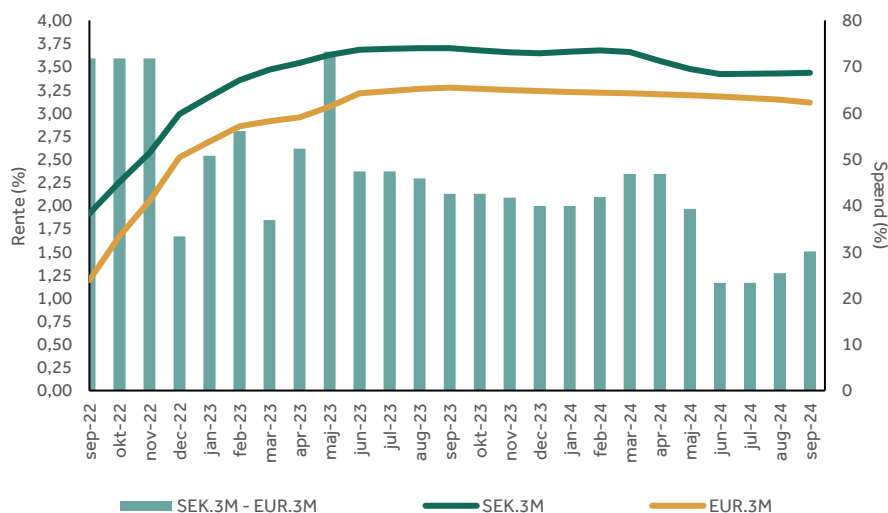
Det er vores vurdering, at den globale pessimisme er udbredt og i flere tilfælde historisk ekstrem. Eftersom finansmarkederne løbende priser det mest sandsynlige scenarie for fremtiden, så udleder vi samtidig, at selv en smule lys for enden af tunnelen kan forårsage en væsentlig ændring i finansmarkedets prisning af alle typer af aktiver. Udfordringen er, at en smule lys endnu ikke har vist sig, og det kan sløre det langsigtede potentiale for Sverige og SEK.

Riksbanken redder ikke svenske kroner

Riksbanken gav den gas på det seneste pengepolitiske møde med en historisk renteforhøjelse på 100 bp til 1,75 %. Samtidig løftede de den forventede rentebane og signalerede dermed, at renten vil blive forhøjet yderligere det næste halve år. Rentebanen blev løftet med ca. 50 bp og indebærer nu en forventet top for renten på 2,5 % i starten af 2023. Det er dog vigtigt at understrege, at risici ligger klart på opsidet, og vi vil på ingen måde udelukke, at Riksbanken forhøjer renten endnu mere og fortsætter i længere tid for at få styr på den løbske inflation.

Riksbanken anerkender, at den store renteforhøjelse (og med mere på vej) vil ramme husholdningerne, og de forventer da også en mild recession i kvartalerne omkring årsskiftet. Men budskabet er også, at det vil gøre endnu mere ondt på både husholdningerne og økonomien generelt, hvis inflationen bider sig fast på et højt niveau. Derfor håber Riksbanken, at en sådan frontloading af renteforhøjelserne kan betyde, at de kan slippe lidt billigere på den lange bane.

Figur 9: SEK-EUR rentespænd toppe om kort tid



Kilde: Bloomberg og Jyske Bank

Som argumenteret tidligere i denne analyse af SEK, 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 9.**

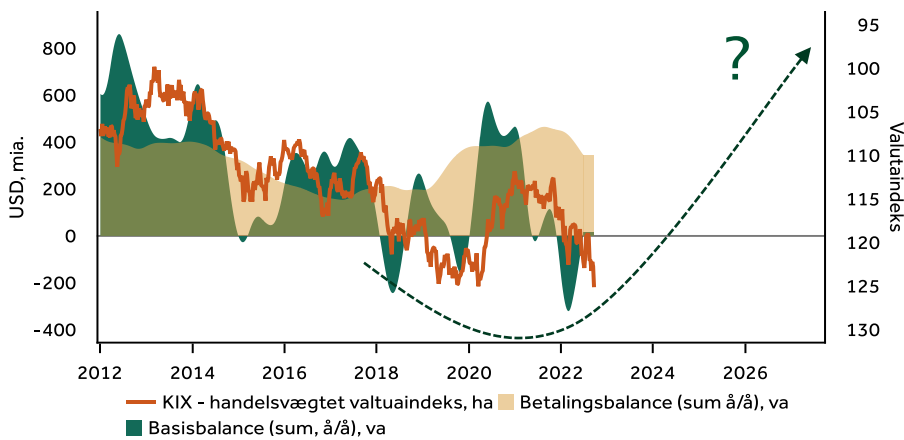
Derimod ser vi et langsigtet potentiale for kapitalindstrømning til Sverige og derigennem en stigende SEK over de kommende år.

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 10. Tidens geopolitiske vinde og vejen mod den grønne omstilling ser vi dog som en mulighed for at vende udviklingen til kapitalindstrømning.

Figur 10: Geopolitik og grøn omstilling kan vende Sveriges kapitaludstrømning

Basisbalance = Betalingsbalance + portefølje & direkte investeringer

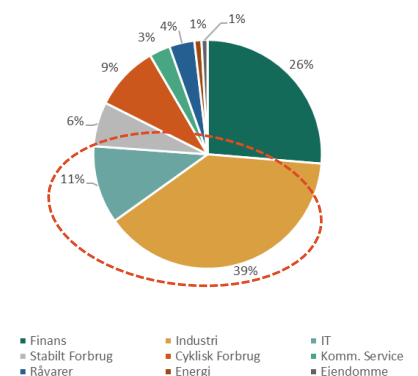


Kilde: Macrobond og Jyske Bank

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 ligevægtkurs (købekraftsparitet) nu nær kurs EUR 10,03 (DKK 0,74).

De to globale makrotemaer centrerer sig om en strukturel geopolitisk magtkamp og infrastrukturinvesteringer under den grønne energiomstilling:

- 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 forsyningssikkerheden 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.

Figur 11 – Svenske aktiesektorer

Kilde: Bloomberg, MSCI og Jyske Bank

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

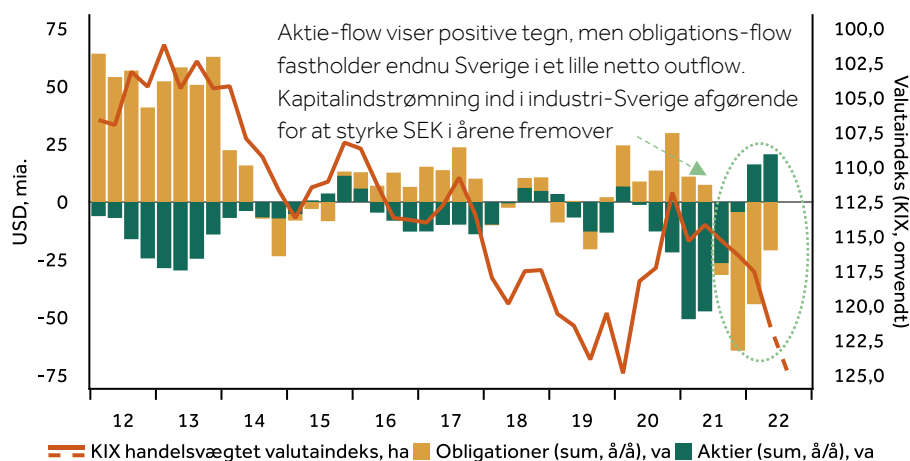
Figur 12: Globale makrotemaer et potentiale for Sverige og en stærkere SEK

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

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.

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.

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

Renteprognosen 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 fremtidig afkast.

Oplyste renter og kurser i materialet er enten seneste observerede i markedet jf. påførte tidsstempel. For realkreditobligationer henvises til Jyske Realkreditss 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.