

Solid efterspørgsel efter industri-Sverige og svensk krone

Global risikotilpasning har helt traditionelt ramt SEK. Vi vurderer risiciene som kortsigtede, da verden ikke står foran et nyt makrochok. På længere sigt venter vi solid efterspørgsel efter industri-Sverige og den svenske krone drevet af geopolitiske vinde og infrastrukturinvesteringer til den accelererende grønne omstilling.

- Geopolitik og grøn omstilling er en langsigtet rygvind til SEK
- SEK ramt af risikotilpasning efter fantastisk genåbning af verden
- Svensk økonomi, politik og pengepolitik næppe afgørende
- Sveriges mulighed for kapitalindstrømning og en stigende SEK
- Risikostyring af svenske kroner og terminsrul

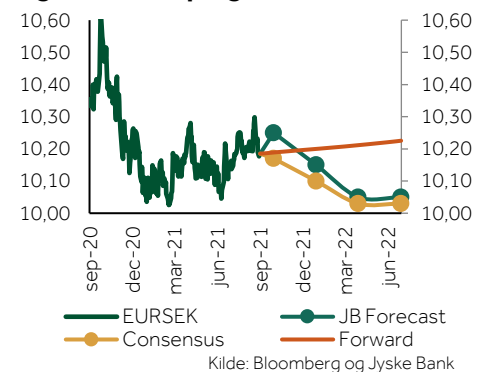
Risikomærkning	 X
Kompleks	X
Ikke-kompleks	

Se venligst de sidste sider for forklaring.

Geopolitik og grøn omstilling er en langsigtet rygvind til SEK

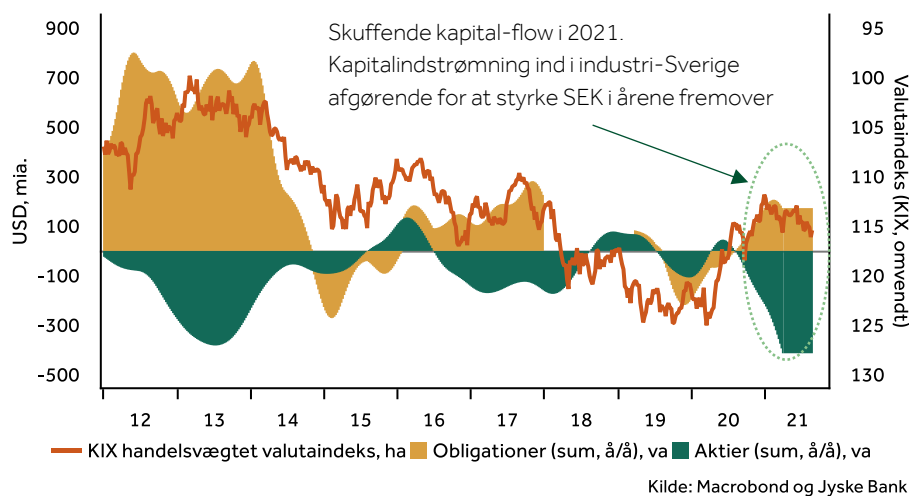
Den svenske krone (SEK) er svækket i takt med, at den "fantastiske" genåbning af den globale økonomi efter COVID19-pandemien bremser op. SEK har igen vist, at den er en cyklisk følsom valuta. I Jyske Bank forventer vi, at den globale økonomi nu bevæger sig mod "solide" vækstrater, mens en fortsat COVID19-vaccination forhindrer nye efterspørgselschok. Svensk økonomi, politik og pengepolitik bliver næppe afgørende faktorer for SEK gennem de næste 12 måneder. Det er vores vurdering, at den globale optimisme returnerer, når fakta om den globale økonomi leverer "solide" vækstrater ultimo 2021 og ind i 2022. I vores øjne er risiciene for SEK kortsigtede, mens vi vurderer, at industri-Sverige og SEK står langsigtet godt positioneret til at drage fordel af den strukturelle geopolitiske magtkamp mellem USA og Kina og de enorme infrastrukturinvesteringerne i forbindelse med den accelererende grønne omstilling. Afledt kapitalindstrømning til Sverige og SEK er den langsigtede mulighed, som kan løfte SEK mod og potentielt over købekraftspariteten (pt. EUR 9,79/DKK 0,76) i årene fremover. Vi forventer, at SEK handler EUR 10,25 (Q321), 10,15 (Q421), 10,05 (Q122) og 10,05 (Q222), jf. figur 1.

Figur 1: Valutaprognose for SEK



Figur 2: Geopolitik og grøn omstilling er en langsigtet rygvind til SEK

Svensk kapitalbalance, obligations- & aktieflow



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

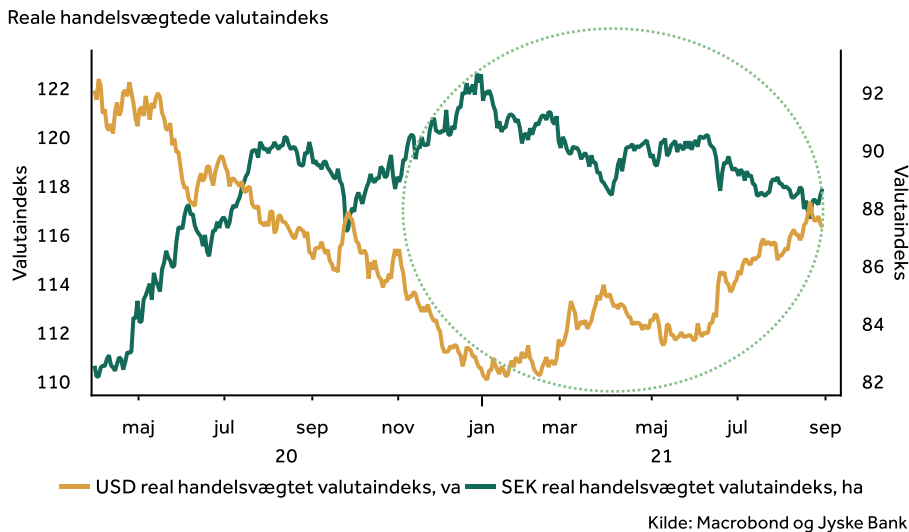
SEK ramt af risikotilpasning efter fantastisk genåbning af verden

Vi vurderer, at den svækkede SEK og en generel forøget US dollar-efterspørgsel afspejler en global risikotilpasning i lyset af en aftagende økonomisk styrke, politisk

Vigtig investorinformation:
Se materialets sidste sider.

uro internt i Kina, COVID19-deltavariant og de udbredt ventede færre værdipapiropkøb af den amerikanske centralbank.

Figur 3: Risikotilpasning fortsætter IKKE i fraværet af nyt makrochok



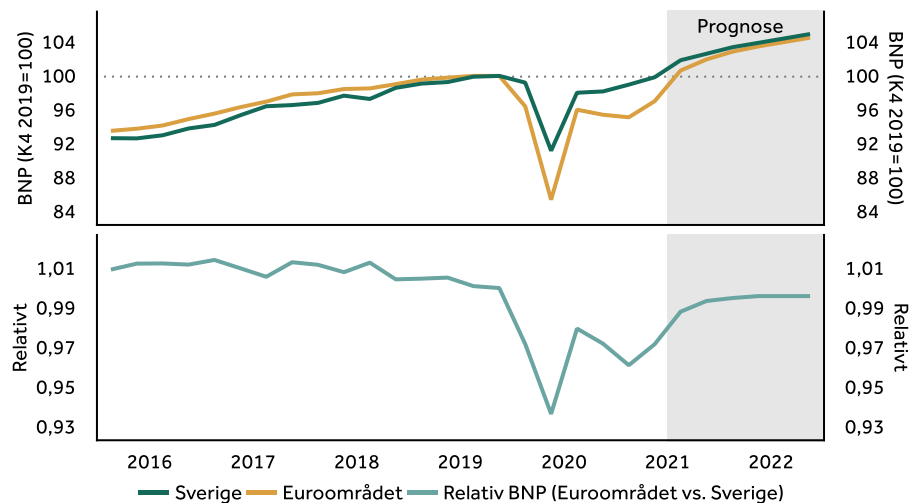
Jyske Bank venter **ikke** noget nyt geopolitisk eller makroøkonomisk chok til den globale økonomi eller finansmarkedet. Og når finansmarkedet senere i år ser fakta, som bekræfter, at den globale økonomi har transformeret sig fra "fantastiske" til "solide" vækstrater, stopper risikotilpasningen.

Risiciene for SEK er i vores øjne derfor relativt **kortsigtede**, og vi vurderer, at der er en **lav sandsynlighed** for en længerevarende svækket SEK under EUR 10,30 (DKK 0,7225).

Svensk økonomi, politik og pengepolitik næppe afgørende

Det økonomiske comeback efter corona er godt undervejs i Sverige, hvor aktiviteten allerede i 2. kvartal kom tilbage på niveauet fra før krisen ramte. Det er noget hurtigere end euroområdet, hvor vi først venter, at BNP er tilbage på før-corona-niveau omkring årsskiftet.

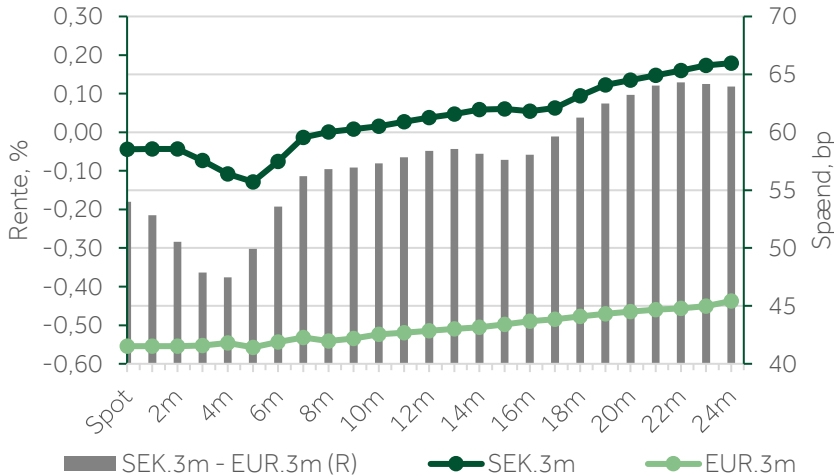
Figur 4: Jyske Bank venter et parløb mellem Sverige og euroområdet i 2022



Vi venter, at svensk BNP fortsat vokser i et solidt tempo i 2. halvår, mens 2022 vil byde på et mere almindeligt opsvingstempo i svensk økonomi. Stefan Löfven har

meddelt, at han trækker sig som partileder og statsminister i efteråret, og uanset om hans efterfølger bliver finansminister Magdalena Andersson eller en anden, så vurderer vi, at det **ikke** får den store betydning for den økonomiske politik.

Figur 5: Ingen væsentlige pengepolitiske ændringer priset - vi er enige



Note: 3 mdr. swap-rente. Kilde: Bloomberg og Jyske Bank

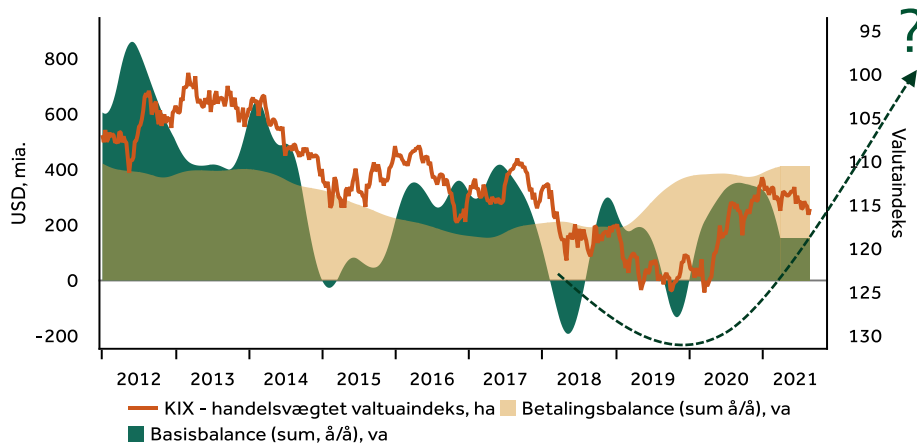
Riksbanken har signaleret, at renten bliver fastholdt uændret i 0,0 % indtil udgangen af 2024, og dermed duellerer de med ECB om at være den mest lempelige centralbank trods det rødglødende svenske boligmarked. Vi har heller ingen renteforhøjelser i prognoseperioden frem til udgangen af 2022, men vi vurderer dog, at Riksbanken trods alt kommer til at forhøje renten før ECB. Riksbankens opkøbsprogram slutter samtidig ved årsskiftet, og vi venter ingen forlængelse, mens vi derimod venter, at ECB's opkøb kommer til at fortsætte også de næste par år. Samlet set er det vores forventning, at de relative pengepolitiske og økonomiske udsigter ikke udgør nogen afgørende faktor for eller imod SEK.

Sveriges mulighed for kapitalindstrømning og en stigende SEK

Siden den europæiske gældskrise i 2012 og indtil april 2021 har SEK oplevet én stor nedtur, og en underliggende årsag har været, at kapitalen fra Sverige er strømmet ud i et omfang, som selv ikke overskuddet på betalingsbalancen har kunnet kompensere, jf. figur 6. Tidens geopolitiske vinde og den accelererende grønne omstilling er en mulighed for at vende udviklingen til kapitalindstrømning.

Figur 6: Kapitaludstrømning fra Sverige ventes vendt til indstrømning

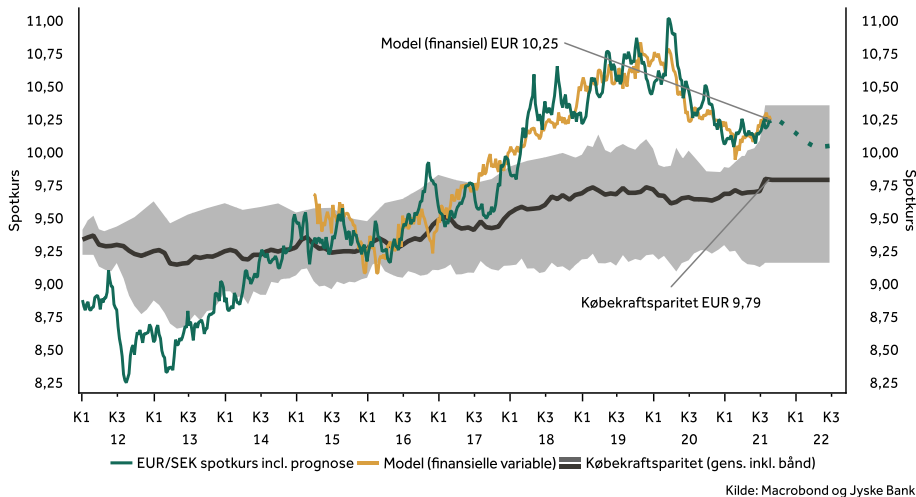
Basisbalance = Betalingsbalance + portefølje & direkte investeringer



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Det er et bærende argument for Jyske Banks 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 9,79 (DKK 0,76), jf. figur 7.

Figur 7: Kapitalindstrømning skal sende SEK mod købekraftspariteten



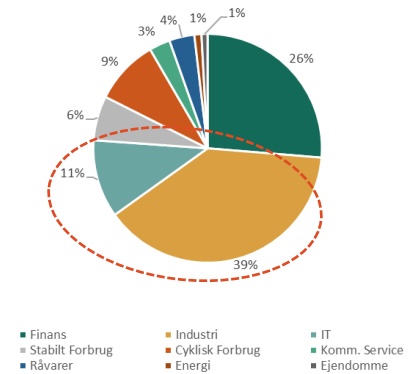
De to globale makrotemaer centrerer sig om en **strukturel geopolitisk magtkamp** og **infrastrukturinvesteringer under en accelererende grøn omstilling**:

- Den strukturelle geopolitiske magtkamp mellem USA og Kina har allerede vist omverden, at en ubegrænset fri og ubesværet varehandel styret af driftsøkonomiske beslutninger, næppe længere er den virkelighed vi befinder os i. Vi venter, at offentlige og private virksomheder genovervejer leverandørkæderne, opjusterer forsyningssikkerheden og en generel forstærket national bevidsthed om kontrollen over sit lands 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 under en accelererende 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](#), EU's [A Renovation Wave for Europe](#), og præsident Biden's "[Build Back Better](#)", "[American Rescue Plan](#)" og "[American Jobs Plan](#)".

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 9: Globale makrotemaer er muligheden for Sverige og en stærkere SEK

Kilde: Jyske Bank

Figur 8 – Svenske aktiesektorer

Kilde: Bloomberg, MSCI og Jyske Bank

Risikostyring af svenske kroner og terminsrul

Den svenske krone er undervurderet med ca. 4 % i forhold til den fundamentale ligevægtskurs (købekraftsparitet) på 0,76. Misprisindegangen af SEK er ikke ubetydelig i forhold til den maksimale historiske afgivelse på 18 %, og i vores øjne influerer det på den optimale risikoafdækning for danske virksomheder.

Vi kan anbefale følgende risikoafdækning:

Sælger af SEK/DKK	Afdækningsgrad*	Horisont**	Rul af FX termin
Reduceret	35 %	Marts 2022	Mellem
Køber af SEK/DKK	Afdækningsgrad*	Horisont**	Rul af FX termin
Forøget	57 %	Juni 2022	Mellem

Kilde: Jyske Bank

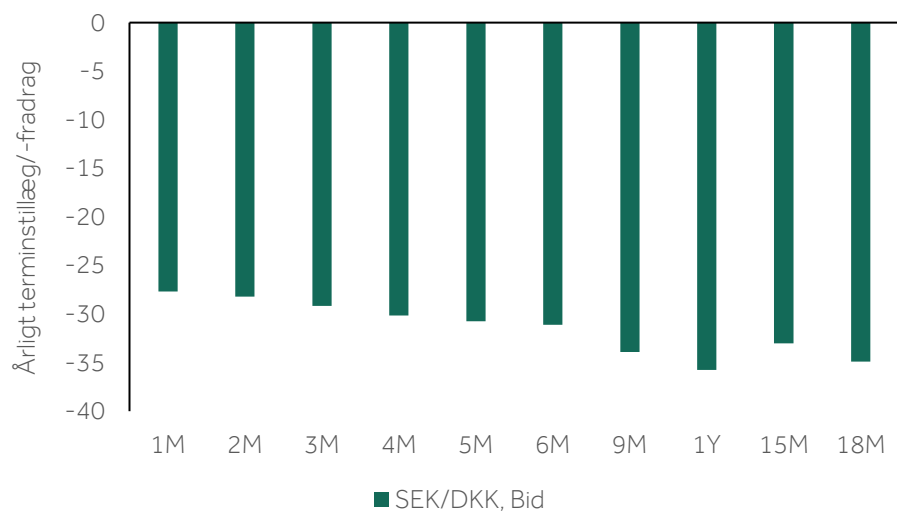
*Afdækningsgrad, Neutral = 1 minus overskudsgrad (10 %) divideret med max. historisk afvigelse fra købekraftspariteten siden 1999 (18 %). **Afdækningshorisont = max. antal afdækningsmåneder fra finanspolitik (18 mdr.) gange afdækningsgrad.

I øjeblikkets markedssituation kan det virke forunderligt, at en eksportør kun anbefales at sikre 35 % af de kommende 18 måneders cash flow. Begrundelsen er, at vores modelberegning for risikoafdækning udspringer af teorien om, og den praktiske erfaring med, at ekstreme misprisindegninger af en valuta over tid korrigerer tilbage til normen (købekraftsparitet). En undervurderet valuta vil for en eksportør derfor altid udmønte sig i en reduceret afdækningsgrad... SEK ventes over tid at kunne sælges på bedre niveauer.

Rul af valutaterminer

Med en meget flad valutaterminskurve i SEK/DKK, jf. figur 10, kombineret med forventningen om uændrede ledende centralbankrenter i det kommende år, så **anbefaler vi et mellemlangt rul af valutaterminer**. En anbefaling, som både er rettet mod **eksportører og importører** ud fra en risk/reward-afvejning mellem omkostninger (flere vs. færre rul) og uventede ændringer i de pengepolitiske renter.

Figur 10: Meget flad valutaterminskurve i SEK/DKK



Kilde: Bloomberg 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 scenarionalyse 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 scenarionalyse 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.