

# Vingskudt SEK en tid endnu

SEK er fortsat i skudlinjen presset af dårlige nyheder fra ejendomsselskaber samt den generelle tendens til højere renter. Disse faktorer vil fortsat presse SEK på kort sigt, i en situation hvor Riksbanken ser ud til at af have mistet kontrol over SEK, mens kapitalstrømme over for udlandet kan have været en del af forklaringen bag SEK's deroute.

- Højere renter og sårbare ejendomsselskaber straffer SEK
- Riksbanken i vildrede og uden kontrol over SEK
- SEK-deroute har muligvis været påvirket af flow-forhold

Vores tidligere risikoscenarie for SEK ser ud til delvis at udspille sig, og vi kan ikke udelukke at ondt kan blive værre førend en stabilisering i SEK er inden for rækkevidde. Således kan en test af EUR/SEK over 12 på kort sigt ikke udelukkes. Vi ser nu først støtte til SEK senere i år, når renterne for alvor ser ud til at have toppet, og der er mere vished om udviklingen på det svenske boligmarked. Den største risiko for vores scenarie er især forværrede nyheder fra det svenske boligmarked, mens risikoen fra generelt højere globale renter synes at være aftaget lidt over sommeren.

Tabel 1 - Ny valutaprognose	Q3-23	Δ	Q4-23	Δ	Q1-24	Δ	Q2-24	Δ
USD	10,72	6,3%	10,35	6,4%	9,91	4,6%	9,74	2,8%
EUR	11,90	6,3%	11,70	6,4%	11,40	4,6%	11,20	2,8%
DKK	0,62	-5,9%	0,64	-6,0%	0,65	-4,4%	0,66	-2,7%

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

Samlet set fastholder vi vores syn på, at investorenes syn på SEK vil være forsuret så længe risici på boligmarkedet ikke lægger sig for alvor. Og her venter vi et fortsat pres udgående fra de allerede foretagne renteforhøjelser. Det skal kombineres med modstanden for SEK udgående fra kapløbet på politikrenterne over for udlandet, som sandsynligvis ikke kan parkeres førend vi med sikkerhed har nået en generel rentetop. Vores bud er, at det er lige op over, men usikkerheden råder stadig, om end den er mindsket lidt på det seneste bl.a. efter den seneste runde rentemøder.

## Højere renter og sårbare ejendomsselskaber straffer SEK

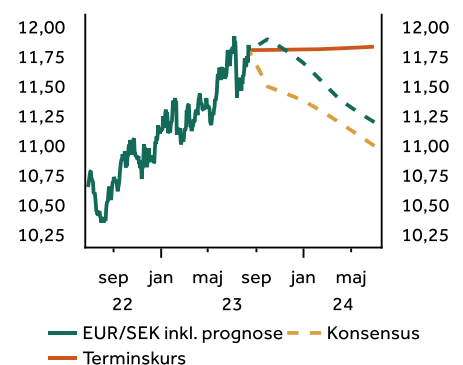
Først på sommeren var det som om, at SEK kun kendte en vej mod nye rekordsvage niveauer. Den vigtigste faktor bag dette så ud til at være den overraskende stærke generelle tendens højere globale renter (figur2). Det har tilsidesat alle fundamentale vurderinger af SEK's værdi. Svensk økonomi er via den relativt store rentefølsomhed på især boligmarkedet ekstra udsat over for højere renter.

Vi har da også modtaget en stribe dårlige nyheder fra de svenske ejendomsselskaber, hvoraf tre af de største har modtaget nedjusteringer af kreditkvaliteten til "junk", og de børsnoterede selskaber har mistet over 60% af værdien siden toppen i slut 2021 (figur 3). Det har forværret sektorens allerede fordyrede adgang til billig finansiering. Det har fået en række investeringsfonde og pensionsselskaber på banen med beskeden om, at de ikke frygter for stabiliteten i Sveriges finansielle system samt fremtiden for erhvervsejendomsmarkedet, idet de ser en masse fordelagtige handler i et marked med et begrænset udbud. Det ændrer dog næppe på, at der er en reel

Risikomærkning	<span style="color: green;">■</span> <span style="color: yellow;">■</span> <span style="color: red;">■</span> X
Kompleks	X
Ikke-kompleks	

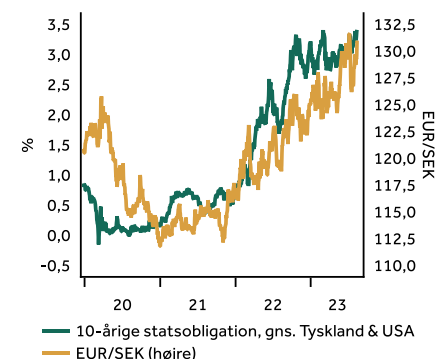
Se venligst de sidste sider for forklaring.

Figur 1: Valutaprognose for SEK



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Figur 2: Globale renter vigtige for SEK



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

### Research, Jyske Markets, Jyske Bank A/S

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

Strategist, FX and Oil,  
Jan Bylov  
+45 89 89 71 68  
jan.bylov@jyskebank.dk

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

**Vigtig investorinformation:**  
Se materialets sidste sider.

risiko for, at tvangssalg af aktiver (især ejendomme), for at overholde finansielle forpligtelser, risikerer at udløse en større reprisering af aktivværdierne.

Ser vi på det generelle risikobillede på finansmarkederne, har der sådan set været tale om en rimelig stabil risikoappetit gennem juni og juli, som fortsat ikke har haft den store støtte til SEK. Til gengæld synes det seneste generelle løft i renter og renteforventninger først på sommeren, at have forværret risikoappetitten og især medvirket til svækkelse af SEK i juni. Billedet vendte imidlertid en smule i begyndelsen af juli, hvor vi fik taget toppen af de globale renteforventninger, herunder især i USA efter uventet stort fald i inflationen. Det gav lidt midlertidig medvind til SEK.

Der har imidlertid også været lidt positive nyheder for boligmarkedet, hvor stabiliseringen i foråret ser ud til at være fortsat ind i sommeren, om end byggeaktiviteten er gået mere eller mindre i stå. Til gengæld blev recessionstegnene forstærket markant, da BNP-væksten skuffede i juni, og sendte 2. kvartal ned i et tempo (-1,5% k/k) vi ikke har set siden Corona-krisen. Endelig er forbrugerprisinflationen blot faldet en smule de seneste par måneder. Kerneinflationen er på stadig højte 8% (figur 4), og der er tegn på fortsat stort pres på servicepriserne.

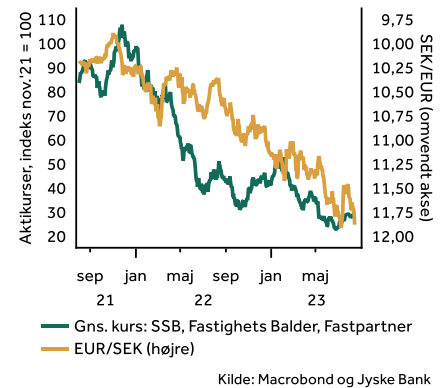
### Riksbanken i vildrede og uden kontrol over SEK

Sveriges Riksbank hævede på juni-rentemødet styringsrenten med 25 bp til 3,75 % samt venter nu mindst endnu en renteforhøjelse (+30 bp) i år til en rentetop på lige over 4,0% (figur 5) og forventer derefter at renten vil forblive høj i en relativ lang periode frem til 2026. Derudover besluttede Riksbanken ikke helt uventet at øge salget af statsobligationer (QT) til SEK 5 mia. om måneden fra tidligere SEK 3,5 mia. Renteforhøjelsen kom på trods af, at inflationen er faldet stort set som Riksbankens tidligere prognose havde forudsagt (figur 4), og Riksbanken fremhævede risikoen for højere gennemslag fra den svage SEK i den nuværende situation med høj inflation. Således optrappede banken retorikken om SEK's betydning for inflationen endnu en tand. Det øgede salg af statsobligationer skal ifølge Riksbanken bidrage til at styrke SEK, som alligevel genoptog en svagere udvikling efter rentemødet.

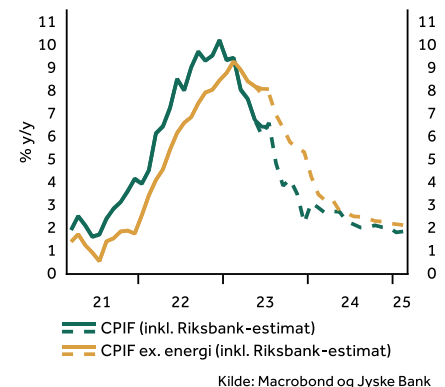
SEK er dermed blevet et mere fremtrædende fokuspunkt hos Riksbanken, som er klar over at renteforhøjelser ikke kan vende udviklingen alene. Samtidigt med rentemødet flagede Riksbanken idéen om at afdække op mod 25% af valutareserven mod SEK, men understregede at det handlede om at nedbringe finansielle risici og ikke var et pengepolitisk værktøj. Heller ikke denne halvhjertede prøveballon så ud til at bide på valutamarkederne. Så det er tydeligt, at Riksbanken har svært ved at vinde kontrol over SEK i det nuværende marked, hvor banken nok samtidigt frygter at blive set som at jagte SEK, hvilket utvivlsomt vil medføre test fra markederne.

Udfaldet af rentemødet var stort set som vi ventede, men vores tidligere prognose, om at styringsrenten havde nået en top, er blevet udfordret yderligere af tegn på fortsat høje servicepriser kombineret med den svage SEK. På trods af de seneste svagere væksttegn, er det således svært at se Riksbanken kan afstå fra den "lovede" renteforhøjelse i september. Derfor har vi lagt et ekstra renteløft ind for Riksbanken til en top på 4,00% i september, som aktuelt bør være indpriset i SEK.

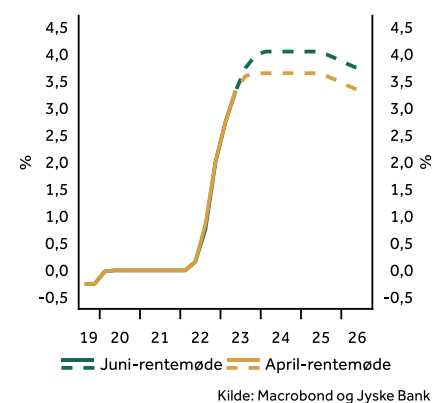
Figur 3: "Junk"-boligselskaber og SEK



Figur 4: Inflation stadig for høj



Figur 5: Riksbank venter nyt renteløft



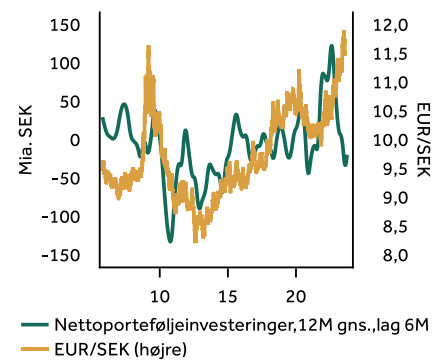
## SEK-deroute har muligvis været påvirket af flow-forhold

Det intense svækkelsespres på SEK er nok kommet bag på de fleste, da det er svært at forklarer afvigelsen fra en mere fundamental værdisætning af SEK. Det har medført fremkomsten af mange forklaringer, som er baseret på tendenser i kapitalstrømme. Her har flere forhold været fremhævet som grundlæggende skyldes et opgør med perioden med lave svenske renter siden 2009. Det gælder bl.a. en vis "carry trade"-aktivitet, hvor udlandet har lånt i SEK og placeret i valutaer med højere renter. Derudover har svenske investorer nok øget sin risikovillighed, givet de lave svenske renter, og øget appetitten på udenlandske placeringer. Der er desuden en tendens til at udlandet har nedbragt sin ejerandele i svenske obligationer, men tendensen er ikke meget tydelig. Hvis man overordnet skal bedømme disse forhold, kan man typisk se på tendensen i nettoporteføljelinvesteringerne over for udlandet. Her har været en stigende tendens siden 2010 (figur 6), men udviklingen er dog vendt i foråret.

Derudover er der statens udlandsgæld i udenlandsk valuta, som steg efter finanskrisen samt lidt i forbindelse med covid-pandemien (figur 7). Der har været en klar sammenhæng mellem gældsudviklingen og SEK, og senest har den svenske stat annonceret, at man ønsker at udfase denne gæld fuldstændigt med udgangen af 2026.

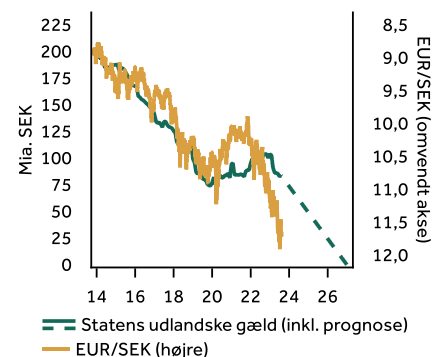
Givet at vi nok er igennem den største del af rentestigningen, og SEK ser ud til allerede at have indiskonteret en del af gældsnedbringelsen (figur 7), kan kapitalstrømmene måske nok i større grad hjælpe til forklare hvorfor SEK er blevet så svag som den er i dag, fremfor at forudsige den kommende udvikling i SEK. Vi vurderer således, at den største negative indflydelse herfra er lagt bag os samt at der skal nye større skift i strømmene til at påvirke SEK.

Figur 6: SEK & porteføljelinvesteringer



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Figur 7: SEK & gældsnedbringelse



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.

Analysen og anbefalinger er generelle informationer og ikke personlig rådgivning.

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.

Kvantitative anbefalinger på enkeltsselskaber baseret på Jyske Quant modeller bygger på en kvantitativ metode. Det sikrer, at der ikke opstår interessekonflikter, da anbefalingen i analysen dannes på baggrund af den samlede Quant score.

Analysen er ikke blevet forelagt udstederen forud for offentliggørelse (medmindre andet er angivet).

Læs mere om Jyske Banks politik om interessekonflikter på:

<https://www.jyskebank.dk/produkter/investering/investeringsinfo>

### Modeller

Jyske Bank anvender en eller flere af følgende modeller:

#### Rente

- Regressionsmodeller med input fra økonomiske og finansielle data – herunder også Jyske Banks forventninger til disse (fx forventninger til vækst, inflation og pengepolitik).
- Rentekurveanalyse, herunder rentekurvehældning og kurvatur.
- Positionering, markedspsykologiske vurderinger, spilteoretisk 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, debtorsammensætning og parametre fra Jyske Banks realkreditmodel.

#### Valuta

- Sempel 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.

### Opdatering af analysen

Analysen, anbefalinger og ad hoc publikationer opdateres ikke. I stedet offentliggøres en ny publikation, når og hvis Jyske Bank finder det nødvendigt. Kvantitative anbefalinger på enkeltfondskoder opdateres løbende. Se analysens forside for dato og tidspunkt for offentliggørelse.

### Risiko

Investering kan være behæftet med risiko, hvorfor vurderinger og evt. anbefalinger kan være forbundet med risiko. Anførte risikofaktorer og/eller følsomhedsberegninger kan ikke ses som udtømmende. Handles værdipapirer i en anden valuta end investors basisvaluta, så påtager investor sig en valutarisiko. Er der tale om en ADR eller lignende, er valutarisikoen forbundet med den valuta, som moderselskabet handles i.

### Afkast og kursudvikling

De i analysen vurderede fremtidige og historiske afkast er afkast før omkostninger og skattemæssige forhold, da afkast efter omkostninger og skattemæssige forhold, vil være individuelt afhængig af kunde-, opbevarings-, volumen-, markeds-, valuta- og produktspecifikke vilkår. Det er ikke givet, at et anført forventet fremtidigt afkast vil stemme overens med den faktiske udvikling. De anførte forventede, fremtidige afkast er udelukkende udtryk for vores vurdering. Tidligere afkast og kursudvikling kan ikke anvendes som pålidelig indikator for fremtidige afkast og kursudvikling. Afkast og/eller kursudvikling kan blive negativ. Prognoser i analysen kan ikke med sikkerhed anvendes som en sikker indikator for fremtidige afkast. Alle oplyste kurser er seneste lukkekurser før analysens offentliggørelse, medmindre andet er anført.

### Skat

Den skattemæssige behandling af investeringer kan være fra kunde til kunde. Kontakt din skatterådgiver for de skattemæssige konsekvenser af dine investeringer.

### 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.

### Flere informationer

I analyser og anbefalinger kan der blive henvist til andre analyser og anbefalinger. I sådanne tilfælde vil der være et link, hvor der kan findes fyldestgørende oplysninger omkring den specifikke anbefaling.

Læs mere omkring vigtig investorinformation i forhold til Jyske Banks analyser og anbefalinger på [jyskebank.dk/investorinformation](https://jyskebank.dk/investorinformation).