

Två sidor av samma mynt

Inflationens återkomst fortsätter att prägla utvecklingen på finansmarknaderna. För valutamarknaden, vars utveckling i första hand styrs av relativa inflations- och räntedifferenser, innebär den här miljön ökad turbulens. Samtidigt är valutaexponeringar en viktig aspekt att beakta i en global förvaltning. Speciellt i ett läge som nu där värderingen på många tillgångar pressas av både inflations- och konjunkturoro. I den här strategirapporten diskuteras de viktigaste valutaparen för Saxxum Aktiv. Hur motiverade är nuvarande växelkursnivåer och vad krävs för att större trendbrott ska inträffa? Som vanligt är målet att det som skrivs ska vara relevant även på lite längre sikt.

Allt är relativt

Det sägs ofta att valutakurser är svårare att förutspå än utvecklingen för typiska tillgångsslag såsom aktier och obligationer. Det här är ett missförstånd. Framtiden är alltid svår att förutsäga, oavsett tillgång. Skillnaden mot exempelvis aktier eller obligationer är att dessa tillgångar tenderar att stiga i värde över tid. I alla fall när kupper och direktavkastning inkluderas. Valutapar å andra sidan, tenderar att oscillera kring ett långsiktigt medelvärde. Åtminstone de i mogna ekonomier. Svårigheten med att förutspå utvecklingen för en specifik valuta bör således jämföras med att förutspå vilken aktie eller obligation som kommer att överavkasta. Detta är bevisligen svårt, annars skulle det vara enkelt att slå jämförelseindex.

De viktigaste faktorerna för valutakurser på längre sikt diskuteras i sektionen om statsobligationer i tillväxtmarknader i förra strategirapporten¹. Det som skrevs gäller givetvis också för valutor i mogna marknader. Till syvende och sist handlar det om att investerare föredrar den valuta som förlorar minst köpkraft över tid, det vill säga den där inflationstakten är lägst. Investerare premierar också den valuta som erbjuder högst ränta. Detta innebär att realräntan, det vill säga den ränta som erhålls om inflationen subtraheras från den nominella räntan, är den enskilt viktigaste faktorn för att bedöma hur attraktiv en valuta är. Sen prissätts en valuta alltid i en eller flera andra valutor. Det är normalt sett ett valutapar som ska analyseras, vilket betyder att det är den relativa realräntan som avgör. Flera andra faktorer påverkar också växelkurserna. Exempelvis bytesbalanser, kapitalflöden, positionering, politiska händelser med mera. Förändringen i dessa kan förbättra förståelsen men är allt som oftast sekundära i analysen.

Svårigheten är att det är framtida relativa realräntor som styr utvecklingen, och framtiden är alltid oviss. Däremot går det ofta att bedöma vad som ligger i priset här och nu och sen jämföra med historiska samband. I diagram 1 åskådliggörs relationen mellan 18 olika valutors utveckling mot dollarn på y-axeln och förändringen

i den relativa realräntan mot dollarn på x-axeln sedan utgången av 2020. Förklaringsvärdet på över 50 procent är starkt för att vara en så kort period. Om dessutom de tre valutor som avviker mest (gröna prickar) exkluderas, ökar förklaringsvärdet till över 70 procent. Den valuta som avviker mest är den japanska yenen, vilken kommer att diskuteras i detalj senare. Den svenska kronan hamnar nära regressionslinjen, vilket innebär att kronans värde ligger i linje med hur övriga marknaden har handlat under perioden.

Samband mellan förändring i växelkurser och realräntedifferenser sedan 2020-12-31

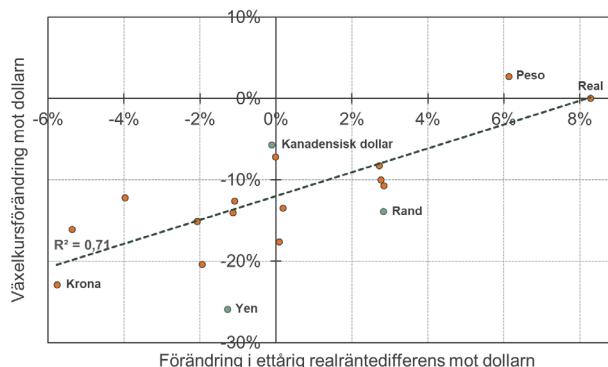


Diagram 1

Källa: Bloomberg & Aktie-Ansvar

Sambandet i det första diagrammet är kortsiktigt och känsligt för start och slutpunkter. Sett ur ett längre perspektiv är den reala växelkursen generellt en bra utgångspunkt, det vill säga valutans utveckling mot en korg av andra valutor och justerat för inflationsdifferenser. Från den synvinkeln är dollarn dyr, vilket diagram 2 belyser. Det betyder inte att valutan är övervärderad här och nu. Däremot är risken för ett större dollartapp stor om förutsättningarna förändras. Kronan är långsiktigt undervärderad, men inte alls i nivå med yenen. Euron handlar nära sitt historiska snitt.

¹ investeringsstrategi_q12022_pederdurietz_final.pdf (aktieansvar.se)

BIS reala effektiva växelkurser

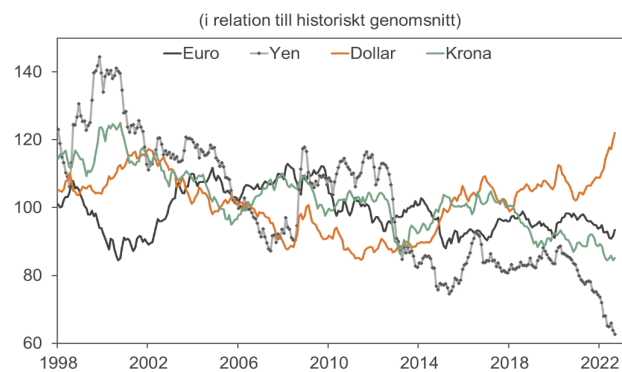


Diagram 2

Källa: Bloomberg & Aktie-Ansvar

På ett par års sikt är det därför rimligt att anta att dollarn kommer att falla samtidigt som kronan och yenen stärks. Dessa tre valutor är tillsammans med euron de som mest påverkar utvecklingen för Saxxum Aktiv i skrivande stund och därmed fokus för rapporten.² Det naturliga är att börja med den valuta som sitter på tronen som obesegrad enväldshärskare. Den amerikanska dollarn.

King dollar

”The US dollar is our currency, but it is your problem”

- John Connally, 61st US treasury secretary

Dollarns roll som världens reservvaluta gör den speciell. Dollarn var på ena sidan av 88 procent av alla valutatransaktioner enligt den senaste statistiken.³ Valutans dominanta roll i internationell handel och (skuld)finansiering gör att en stigande dollar stramar åt den globala likviditetstillförseln. De negativa effekterna blir oftast mer kännbara utanför USA, vilket är det som citerat ovan syftar på. Dyrare finansiering och importerad inflation⁴ är de två primära mekanismerna.

Uppgången i dollarn sedan mitten av 2021 har varit snabb. Speciellt under de tre första kvartalen 2022. Dollarn närmar sig nu nivåerna från toppen 2002, vilket illustreras i diagram 3. Däremot är den redan förbi den toppen när det gäller den reala växelkursen i diagram 2. Hur kommer det sig att den reala växelkursen är högre? Anledningen är dels att valutakorgarna inte är exakt likadana, dels att USA har haft en högre inflationstakt än sina handelspartners de senaste 20 åren. Om valutamarknaden endast värderade relativa inflationstakter skulle dollarn handlas på lägre nivåer. Frågan är varför dollarn blev så dyr just nu?

Är dollarn på väg att testa toppen från 2002?

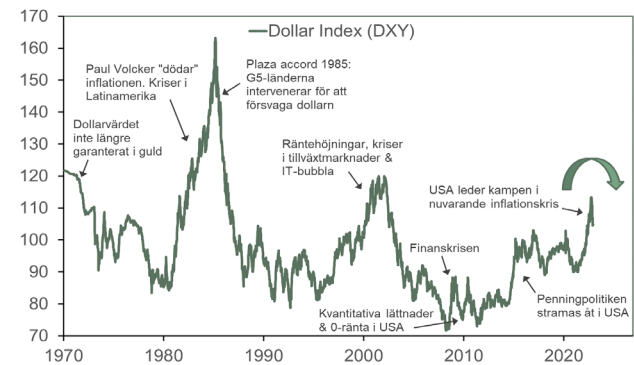


Diagram 3

Källa: Bloomberg & Aktie-Ansvar

Anledningen är att 2022 har bjudit på den perfekta dollarmiljön. Dollarns unika position som reservvaluta gör att den inte enbart stärks när amerikansk ekonomi överpresterar och stramare penningpolitik från Federal Reserve (Fed) driver upp relativa nominella och reala räntor. Dollarn gynnas även i sämre tider när investerare flockas till säkra likvida tillgångar. Detta fenomen brukar kallas för ”the dollar smile” och åskådliggörs i diagram 4. Ett ”normalt” marknadsklimat, det vill säga 2 i diagrammet, innebär oftast en svagare dollar, medan 1 och 3 är miljöer där dollarn stärks. Det unika med 2022 är att marknadsklimatet har varit sådant att vi har pendlat mellan 1 och 3 nästan oavbrutet. Fed har varit den centralbank som har agerat mest kraftfullt i inflationsbekämpningen, samtidigt som övriga världen har befunnit sig i eller nära en lågkonjunktur. För att dollarn uthålligt ska försvagas krävs således en återgång till marknadsklimat 2, vilket bör dröja.

”The dollar smile”

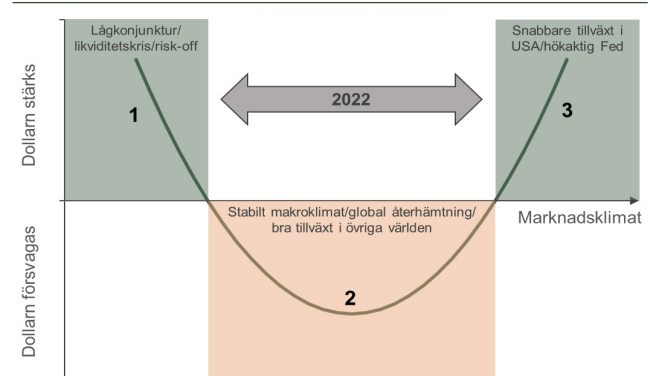


Diagram 4

Källa: Aktie-Ansvar

² Fonden påverkas också av tillväxtmarknadsvalutornas utveckling, men som tidigare nämnts avhandlades dessa i förra strategirapporten.

³ BIS Bulletin No 62. ”Global exchange rate adjustments: drivers, impacts and policy implications”. Hofman, Mehrotra and Sandri. November 1, 2022.

⁴ Många varor prissätts i dollar. När priset blir högre i lokal valuta stiger kostnaderna för de företag som använder utländska insatsvaror. Effekten blir att priser på både importvaror och inhemska varor stiger.

Den bästa valutan när börsen kraschar har historiskt sett varit den japanska yenen. Det unika med dollarn är att den generellt sett stiger oavsett vilket tillgångsslag som är krisdrabbat. Diagram 5 belyser dollarns utveckling mot kronan under de tio sämsta kvartalen för aktier, statsobligationer, råvaror och guld. Observera att det är olika kvartal som har varit sämst för respektive tillgångsslag. Dollarexponering kan därför anses vara volatilitetsdämpande för en portfölj oavsett vilket tillgångsslag det handlar om. Det här innebär att viss dollarexponering kan vara önskvärd till och med när dollarn är övervärderad.

Utveckling för dollarn mot kronan under de tio sämsta kvartalen för olika tillgångslag 1972-2022

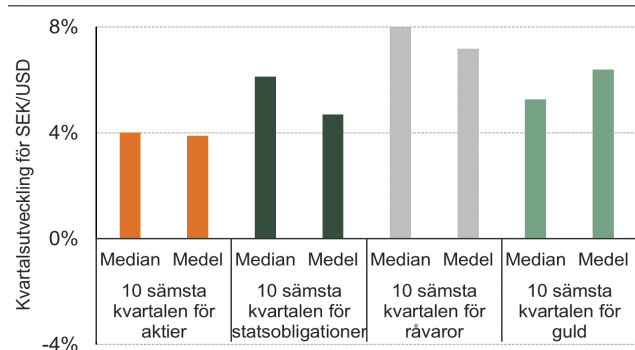


Diagram 5

Källa: SBBI, Bloomberg & Aktie-Ansvar

I diagrammet används dollarn mot kronan eftersom Saxxum Aktiv är en fond som värderas i kronor, men slutsatsen blir densamma även om ett bredare dollarindex nyttjas. Utfallet beror således inte enbart på att kronan deprecieras i osäkra tider, även om detta också tenderar att vara fallet.

Big in Japan

Rubriken används oftast som "ett nedsättande uttryck för västerländska musiker som misslyckats i framför allt Nordamerika och Europa, men nått framgång i Japan" enligt Wikipedia. Det låter nästan som marknadens syn på den japanska yenen 2022. Det till trots är det en personlig favorit. Den är impopulär, inflationstakten är generellt sett lägst, landets utlandställning är bäst, ekonomin är tillräckligt stor för att vara betydelsefull, och valutan har stigit i värde under lång tid. I synnerhet har den stärkts i perioder när risktillgångar går dåligt.

Värdet på yenen avviker till och med här och nu, vilket indikeras redan i diagram 1. Poängen är att det fortfarande är den valuta som har förlorat minst köpkraft. Vad spelar det egentligen

för roll om en investerare får 1, 2, eller ens 3 procent högre ränta i en annan valuta, om inflationstakten är 5, 6, eller 7 procent högre? Om en hög nominell ränta var tillräckligt för att motivera en högre växelkurs skulle ett land som Argentina ha den starkaste valutan. Istället är det tvärtom. Räntenivån måste sättas i relation till inflationstakten. Något annat vore orimligt.

I yens fall har den historiska relationen mellan relativa realräntenivåer och växelkursen varit ganska stark. Fram tills nyligen. I diagram 6 illustreras sambandet mot dollarn. Det senaste året är den perioden då diskrepansen har varit störst.

Yenen är undervärderad mot dollarn

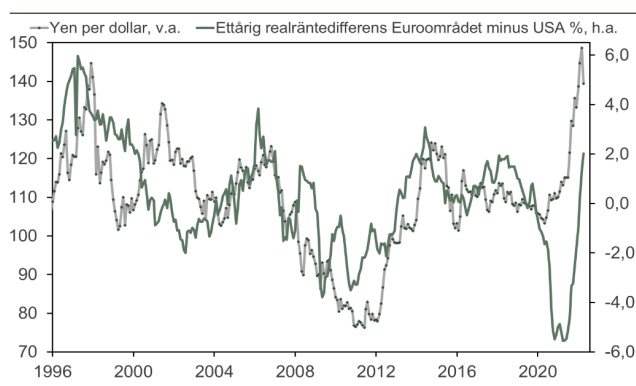


Diagram 6

Källa: Bloomberg & Aktie-Ansvar

Jämfört med euron ser yenen än mer undervärderad ut. Baserat på realräntesonemang borde yenen värderas 40 procent högre, vilket tydliggörs i diagram 7. Så varför är den så extremt undervärderad?

Yenen är extremt undervärderad mot euron

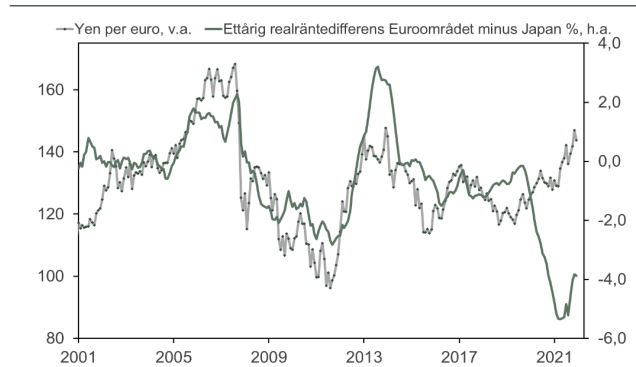


Diagram 7

Källa: Bloomberg & Aktie-Ansvar

Utöver en lägre styrränta har Bank of Japan (BOJ) även lovat att säkerställa att räntan på den tioåriga statsobligationen inte överstiger 0,25 procent. Det här anses vara den primära anledningen till att yenen har varit svag. BOJ har nämligen blivit tvungen att försvara räntenivån vid ett flertal tillfällen under året genom att stödköpa statsobligationer med nytryckta pengar, det vill säga kvantitativa låtnader. Storleken på obligationsköpen är dock försumbara sett i relation till tidigare program av kvantitativa låtnader från Fed, ECB eller BOJ. BOJ:s balansräkning har vuxit betydligt långsammare än ECB:s sedan yenen toppade under första halvan av 2020. I procent av BNP har den till och med minskat under 2022.

Det sägs ofta att yenen stärks i osäkra tider på grund av att japanerna blir rädda och tar hem pengar från utlandet. Det här låter logiskt. Japan är sedan länge det land som har lånat ut mest pengar till utlandet, vilket åskådliggörs i diagram 8. Japans otroligt starka utlandsställning och positiva bytesbalans⁵ har ofta lyfts fram som förklaring till att valutan är stark trots den höga statsskulden. Teorin styrks dock inte av flödesdata. Exempelvis var japanska investerare nettoköpare av utländska tillgångar under finanskrisen 2008 till 2009.⁶ Det var således inte riskaverta japaner som fick yenen att stärkas 40 till 50 procent.

Utlandsställning

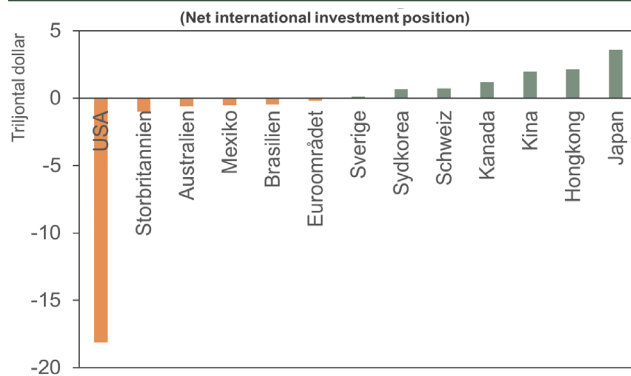


Diagram 8

Källa: IMF & Aktie-Ansvar

Den mer troliga förklaringen, förutom att valutan var undervärderad, var att spekulativa investerare hade tagit på tok för stora positioner i olika carry tradestrategier⁷ med yenen som finansieringsvaluta. När många blev tvungna att stänga sina positioner på en och samma gång pressades yenen högre. I dagsläget har BOJ:s penningpolitik medfört att yenen återigen erbjuder belåning till "rabatt". Spekulative aktörer⁸ på derivatmarknaden är positionerade för en svagare yen, vilket i sig inte behöver betyda att den ska stärkas. Däremot innebär det att om den börjar apprecieras så kommer det att bli trångt vid utgången och rörelsen kan bli både snabb och stor. I diagram 9 åskådliggörs den spekulativa

positioneringen i yenen och euron som andel av utestående volym. Anledningen till att europositioneringen inkluderas i diagrammet är att fondens positiva yenexponering till stor del har euron i det korta benet. Saxxum Aktiv har köpt yenen och sålt euron med andra ord.

Spekulativ positionering i valutafutures

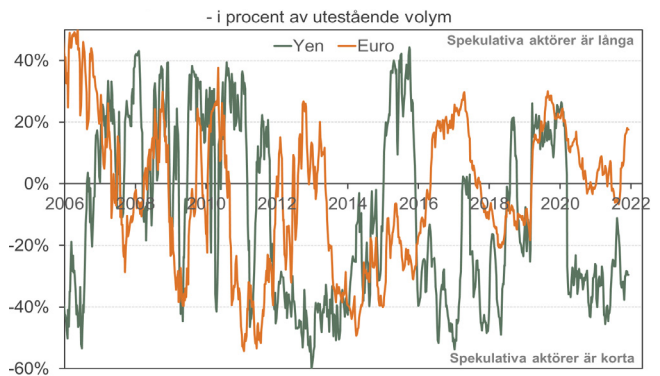


Diagram 9

Källa: Bloomberg & Aktie-Ansvar

Det finns två sannolika katalysatorer för en starkare yen. Den ena är att BOJ stramar åt penningpolitiken. I synnerhet att de överger taket på tioårsräntan. Den andra är att räntenivåerna i övriga världen slutar stiga och kanske till och med börjar falla. Båda dessa skulle kunna inträffa endera dagen. Det räcker att en enstaka inflationssiffror tar marknaden på sängen...

Liran-Euron

Baserat på det som har skrivits hittills, har det kanske gått att läsa mellan raderna att euron inte är en tippad segerkandidat. Det gemensamma valutaprojektet har alltid känts bräckligt i den här förvaltarens ögon. Valutasamarbeten har varit temporära fenomen historiskt sett och bevisen är få för att utfallet skulle bli annorlunda den här gången. Däremot kan projektet fortskrida under lång tid och ett eventuellt slut behöver inte medföra något domedags-scenario.

Problemet för euron i dagsläget är att den Europeiska centralbanken (ECB) måste ta stor hänsyn till att länder såsom Italien inte klarar av speciellt höga räntor när de sätter penningpolitiken. För att inte eurokrisen ska blossa upp på nytt måste ECB även stå redo att köpa italienska statsobligationer ifall det krävs. Det här var ett mindre problem så länge inflationstakten var låg, men nu är det en betydande begränsning. Å ena sidan höjs räntan för att bekämpa inflationen, å andra sidan ökas penningmängden via statsobligationsköp. Situationen är inte förenlig med en stark valuta. Diagram 10 belyser hur räntedifferensen mellan den italienska och tyska tioåringen, eller "lo spread" som den kallas i Italien, är känslig för minsta lilla felsteg.

⁵ I dagsläget är handelsbalansen dock negativ till följd av de höga energipriserna.

⁶ Exempelvis har Nordea skrivit i detalj om detta.

⁷ Spekulativ strategi där det lånas pengar i en valuta med låg ränta för att placera i en valuta med högre ränta med förhoppningen om att tjäna pengar på räntedifferensen.

⁸ Alla aktörer klassas som kommersiella, det vill säga att instrumentet används för att hedga en underliggande exponering på grund av verksamheten, eller spekulativa, såsom kapitalförvaltare. Den senare tenderar att som grupp ligga felpositionerad vid vändpunkter.

“Lo spread”

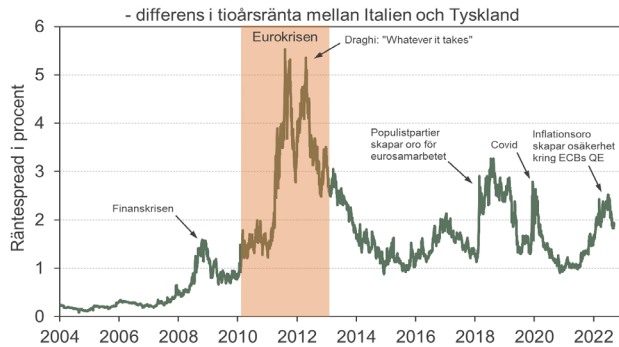


Diagram 10

Källa: Bloomberg & Aktie-Ansvar

Euron har försvagats sedan mitten av 2021 och kan vid första anblick antas vara billig på nivåer runt paritet mot dollarn. Men precis som att en aktie inte nödvändigtvis är billig bara för att den har fallit kraftigt så behöver inte en valuta som har deprecierats heller vara ett kap. Den nominella växelkursen har sjunkit, men den reala växelkursen i diagram 2 är nära sitt långsiktiga medelvärde. Det märkliga med euron är nästan att den inte är ännu svagare givet problemet med Italien och realränteläget. Diagram 11 antyder att en eurokurs på 0,9 eller lägre mot dollarn inte vore en orimlig nivå i skrivande stund. En starkare euro är helt beroende av ett spekulativt klimat, där inflationstakten faller tillbaka nära målet och övriga centralbanker blir mer duvaktiga. Detta gör att euron nu känns mer som den italienska liran än som den stabila D-marken. Det är svårt att bli exalterad.

Euron kan falla ytterligare mot dollarn

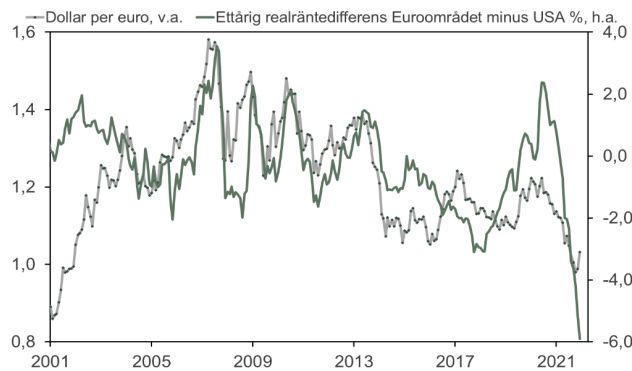


Diagram 11

Källa: Bloomberg & Aktie-Ansvar

S(V)EK

Den svenska kronan, eller SEK som den förkortas på valutamarknaden, är en av de valutorerna med svagast utveckling hittills i år. Den har även varit en av de sämsta valutorerna i mogna ekonomier över lång tid, vilket medförde att den här förvaltaren skojade till det och

la till ett “V” i rubriken. I modern tid handlas SVEK:en ungefär som en tillväxtmarknadsvaluta, vilket illustreras i diagram 12. Den senaste tiden har den faktiskt fått tillväxtmarknadsvalutor att framstå som stabila.

Kronan har försvagats även mot de svagaste

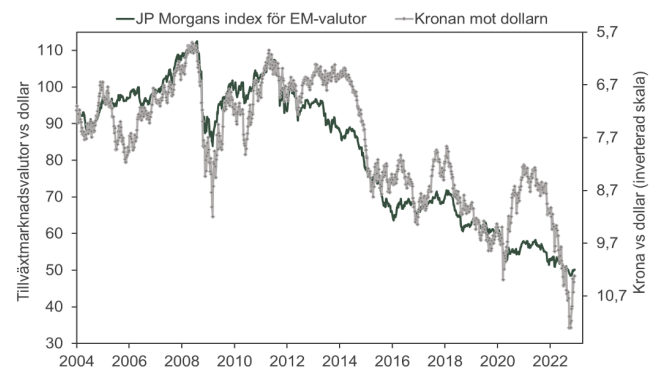


Diagram 12

Källa: Bloomberg & Aktie-Ansvar

Precis som i fallet med euron, är den svaga kronnivån inget mysterium. Kronan har varit den valuta där investerare har fått minst kompensation via högre räntor för den accelererande inflationstakten av de 18 länder som jämförs i diagram 13. I regressionsanalysen i diagram 1 ligger kronan väldigt nära linjen även om slutpunkten justeras någon månad eller två. Att kronan är svag är därmed ett medvetet val. Vissa anser att Riksbanken inte har något annat alternativ än att offra valutan på grund av situationen i hushållssektorn. Kombinationen av hög skuldsättning och stor andel lån till rörlig ränta gör att ekonomin är extremt räntekänslig. Fast vems fel är det egentligen?

Förändring i ettåriga realräntor för olika valutor relativt dollarn sedan 2020

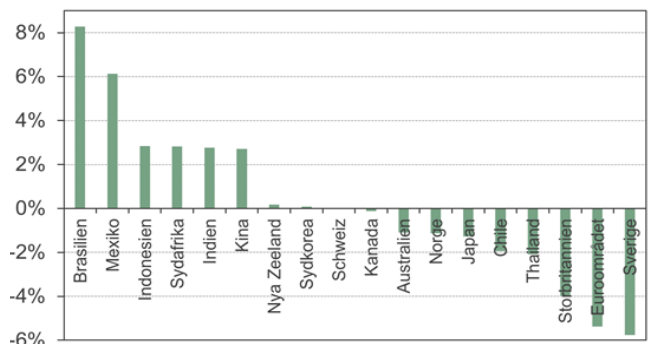


Diagram 13

Källa: Bloomberg & Aktie-Ansvar

Svaret på frågan är av begränsad betydelse för växelkursen. Kronan är långsiktigt billig, men inte här och nu. I dagsläget värderas kronan nästan för högt mot dollarn, vilket åskådliggörs i diagram 14.

Kronan är inte särskilt undervärderad mot dollarn



Diagram 14

Källa: Bloomberg & Aktie-Ansvar

Däremot finns det utrymme för kronan att stärkas lite mot euron enligt diagram 15. Även om realräntedifferensen har haft ett svagare samband med växelkursen på just det här valutaparet. För att kronan ska stärkas krävs att Riksbanken skärper till sig eller att det ekonomiska läget klart förbättras. Det senare alternativet känns tyvärr mer som en förhoppning än en rimlig prognos.

Kronan kan stärkas lite mot euron



Diagram 15

Källa: Bloomberg & Aktie-Ansvar

Avslutande reflektioner

Ett budskap som förhoppningsvis har nått fram är att framtida rörelser i dessa fyra valutor är helt avhängigt av inflationsutvecklingen och centralbankernas agerande. Allt hänger ihop. Dollarn kommer sannolikt att försvagas under flera år när ekonomin väl

stabiliserar sig. Först riskerar vi emellertid att genomgå en lågkonjunktur och då är en stark dollar ett rimligt antagande. I alla fall mot euron och kronan. Både Riksbanken och ECB sitter i en rävsax när det kommer till möjligheten att strama åt penningpolitiskt. Riksbankens situation känns något bättre, vilket gör kronan mer attraktiv än euron på lite sikt.

Den japanska yenen är den valuta som har störst potential. Den är nedpressad till sällan skådade nivåer. Både från ett långsiktigt värderingsperspektiv och baserat på nuvarande data. Bedömningen är att när den väl återhämtar sig kan det gå snabbt. I och med att detta kan ske i flera olika scenarier är yenen en av de exponeringar i fonden som erbjuder bäst förhållande mellan risk och avkastning i dagsläget.

Saxxum Aktivs positionering återspeglar de åsikter som har lyfts fram i den här rapporten. Det finns ingen illusion om att fonden ska navigera volatiliteten på valutamarknaden med precision. Målet är att ha mer rätt än fel, vilket bör vara fullt möjligt om än inte lätt. Om det går att välja vilka aktier eller obligationer som kommer att överpresterar i framtiden går det också att välja vilka valutor som har bäst förutsättningar. Det kan även tilläggas att valutaexponeringar generellt sett bidrar till att göra portföljen mer effektiv. Det vill säga att öka den riskjusterade avkastningen.



PEDER DU RIETZ, CFA

Peder Du Rietz har en bakgrund som handlare i statsobligationer hos Goldenberg, Hehmeyer & CO i London samt som makrostrateg hos Garantum Fondkommission. Sommaren 2015 tog Peder över ansvaret som förvaltare av *Aktie-Ansvar Saxxum Aktiv*.

Vill du fördjupa dig ännu mer i Peders syn på marknaden?

Det gör du enklast via hans månadsrapporter, strategirapporter samt via Aktie-Ansvars nyhetsbrev. Du kan även följa Peder via Twitter.

Peder Du Rietz på Twitter >

Senaste månadsrapporterna >

Senaste strategirapporterna >