

13 april 2022

FX-piloten

Den japanska gåtan – vi reviderar vår JPY-prognos

- Råvarupriser och logistikproblem gör yenen till en inte lika säker hamn
- Inflationen ännu osynlig
- Vi tror marknaden prisat in för mycket på Federal Reserve
- Vidare uppsida i USDJPY är begränsad



I fokus

Den japanska yenen har, tillsammans med schweizerfrancen varit marknadens säkraste kort. Japan har haft låg inflation mycket längre än de övriga utvecklade länderna och har därför alltid varit en av de valutor med den lägsta räntan. I lugna marknader när världskonjunkturen trummar på och volatiliteten är låg lockas många att korta yenen mot andra valutor med högre ränta. Det "carry-spelet" fungerar oftast väl fram tills någonting oförutsett inträffar. Det kan vara en global finanskris, ett pandemiutbrott eller ett krig. Då har alla bråtom att vända ut sina positioner och yenen rusar starkare. Japan har dessutom sen mycket länge haft ett starkt bytesbalansöverskott som till stora delar hamnar i utländskt sparande. När börser faller är det vanligt att en stor del av det sparandet återvänds till Japan. Den senaste krisen, kriget i Ukraina, verkar ha en annan effekt på yenen. Vi försöker se vad som är annorlunda och reviderar upp vår prognos för USDJPY men inte hela vägen upp till dagens nivåer.

Ett land beroende av råvaror

Japan har sedan 60 år tillbaka varit ett land vars produktion ligger långt upp i näringskedjan. Ett högt förädlingsvärde har uppnåtts genom högteknologi och ständiga produktivitetsvinster. Det är signifikant att inte ens en kraftigt svagare yen och en sedan länge kraftigt överhettad arbetsmarknad kan resultera i en inflation som kommer i närheten av målet om 2 procent.

Akilleshälen inom produktionen är istället råvaror där Japan, inom de flesta områden, är beroende av import. Efter att landet genomgick den svåra kärnkraftsolyckan i Fukushima 2011 stängde man kärnkraften helt, landets viktigaste energikälla. Även om man nu delvis öppnat upp reaktorerna igen så är man fortsatt väldigt beroende av import av fossila bränslen som skjutit i höjden den senaste tiden. Den omedelbara pandemireaktionen var att råvaror sjönk, men det blev bara kortvarigt och snart såg vi istället nya toppar vilket förstärktes av Ukrainakrisen. Japans handelsbalans har på mindre än ett år gått från plus 40 miljarder dollar i månaden till lika mycket minus.

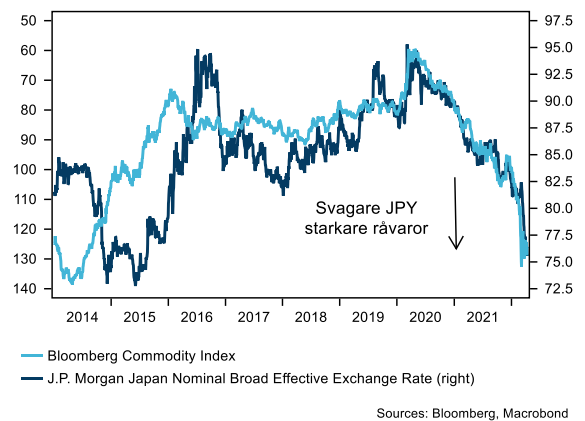
JPY kraftigt undervärderad enligt fair-value

Vår fair-value-modell för USDJPY, som baseras på ett urval av viktiga makrovariabler, visar att yenen är kraftigt undervärderad ur ett kvantitativt perspektiv, se bild 2. Spotkursen för USDJPY handlar över 2 standardavvikelse mot modellvärdet vilket historiskt lett till att USDJPY kommit ned igen.

Börsen vägrar att vika

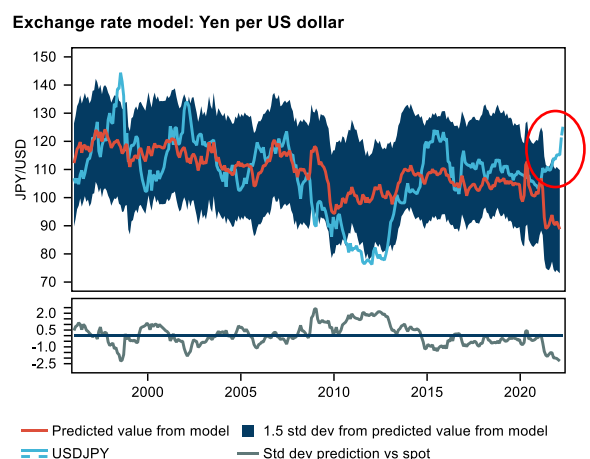
Inte heller har kriget haft någon större effekt på börsen och sparandet i Japan har, mycket tack vare en generös inanspolitik, varit högt under pandemin, vilket innebär att några hemtagningar av utländska tillgångar inte varit aktuellt. Dock pekar den snabbt åldrande befolkningen mot att det kommer att ske stora nettouttag ur pensionsparandet.

Bild 1: Råvaruindex mot JPY-index



Källor: Macrobond

Bild 2: JPY undervärderad enligt fair-value



Källor: Macrobond

Ändå tror inte vi på fortsatt svagare yen!?

Anedningarna till att yenen betett sig annorlunda än sin tidigare följeslagare schweizerfrancen är alltså flera och vi lyfter vår prognos för USDJPY till nästan nuvarande nivåer, men tror på en starkare yen därifrån:

Till att börja med tror vi inte att Federal Reserve hinner höja så många gånger som markanden tror. Idag prissätter marknaden 212 bp höjning från Federal Reserve innan årsskiftet. Vår syn är att Fed höjer med 150 bp. Från Bank of Japan förväntas 12 bp, vilket förmodligen är rimligt, med tanke på att vi inte ser någon räntehöjning i Japan, men en sänkning känns ändå längre bort. I takt med att marknaden prisar ur drygt 60 punkter från Fed-förväntningarna kommer räntespreaden mellan Japan och USA att minska, vilket talar för att yenen stärks mot dollarn.

Energipriser och andra råvaror är inget vi längre gör prognoser för men Kinas nolltolerens mot pandemin innebär (förutsatt att den fortsätter råda) ett minskat tryck upp på alla råvaror och borde begränsa vidare uppsida i, t ex, metaller och olja. Vi är ödmjuka i den analysen, med tanke på händelsutvecklingen i Ukraina, men tror att utvecklingen för råvaror kan komma att gynna Japan på längre sikt.

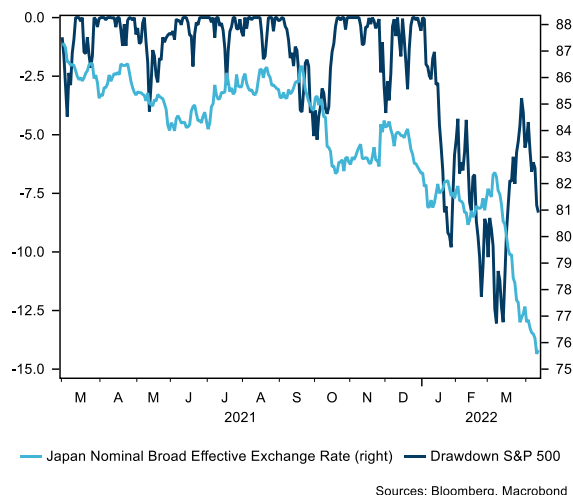
Den reala yenen har försvagats snabbt mot sin mostvarighet i dollar och även om det är en långsiktig analys så borde den ändå kunna närma sig den nominella i takt med att amerikansk inflaion avtar. Det pekar ytterligare mot nedsidan för USDJPY.

Sammanfattningsvis landar vi i att skruva upp vår prognos för halvårsskiftet till 125.00 för att sedan se en förstärkning av yenen fram till årsskiftet mot en kurs på 122.00.

Lars Henriksson, lahe06@handelsbanken.se, +46 8 463 4518

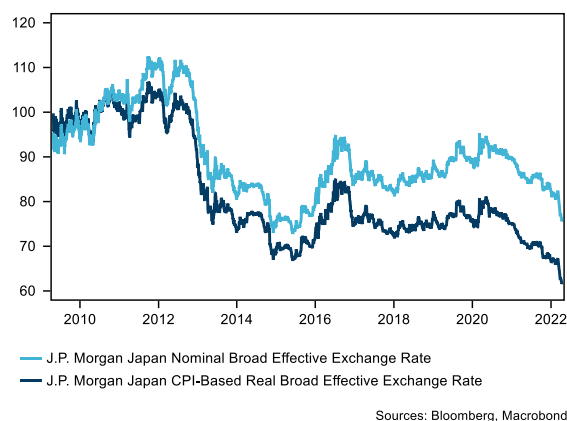
Andreas Hild, anhi14@handelsbanken.se, +46 8 701 8332

Bild 3: Drawdown S&P500 och JPY



Källor: Macrobond

Bild 4: Real mot nominell JPY



Källor: Macrobond

Ansvarsbegränsning och särskilda upplysningar

Varningar för risker

Alla placeringar innebär risker och investeraren uppmanas att fatta egna beslut om lämpligheten att placera i något av de värdepapper som omnämns i rapporten, mot bakgrund av egna mål med placeringen, ekonomisk ställning och riskvillighet. Ett finansiellt instruments historiska avkastning är inte en garanti för framtida avkastning. Värdet på finansiella instrument kan både öka och minska och det är inte säkert att du får tillbaka hela det investerade kapitalet.

Ansvarsbegränsningar

Handelsbanken Capital Markets, som är en division inom Svenska Handelsbanken AB (publ) (i fortsättningen kallad "SHB"), är ansvarig för sammanställningen av analysrapporter. I Sverige står SHB under tillsyn av Finansinspektionen, i Norge av norska Finansinspektionen, i Finland av finska Finansinspektionen och i Danmark av danska Finansinspektionen. Alla analysrapporter bygger på information från handels- och statistiktjänster och annan information som SHB bedömt vara tillförlitlig. SHB har emellertid inte själv verifierat informationen och kan inte garantera att informationen är sann, korrekt eller fullständig.

SHB eller någon av dess närstående företag, tjänstemän, styrelseledamöter eller medarbetare åtar sig inget som helst ansvar gentemot en person för direkta, indirekta eller särskilda skador eller följdskador som uppstår efter användning av information i analysrapporter, inklusive eventuell utebliven vinst, utan begränsning. Detta gäller även om SHB uttryckligen har informerats om möjligheten eller sannolikheten för sådana skador.

Åsikterna i SHB:s analysrapporter är SHB:s och dess dotterbolags medarbetares uppfattningar och avspeglar respektive analytikers personliga uppfattning vid nuvarande tidpunkt och kan förändras. Det finns inga garantier för att framtida händelser ligger i linje med dessa uppfattningar. Varje analytiker som identifierats i rapporten intygar också att de uppfattningar som uttrycks här och som tillhör analytikern korrekt avspeglar hans eller hennes personliga uppfattningar om de företag eller värdepapper som diskuteras i analysrapporten.

Syftet med SHB:s analysrapporter är endast att ge information. Informationen i analysrapporterna utgör ingen personlig rekommendation eller personligt investeringsråd, och analysrapporterna eller uppfattningarna bör inte utgöra underlag för investeringsbeslut eller strategiska beslut. Detta dokument utgör inte eller är inte del av ett erbjudande om försäljning eller tecknande av eller inbjudan till ett erbjudande om att köpa eller teckna värdepapper, och det ska heller inte, helt eller delvis, utgöra underlag för eller användas i samband med eventuellt avtal eller åtagande i någon form. Det är inte säkert att tidigare utveckling upprepas och tidigare utveckling ska inte tas som en indikation på framtida utveckling. Värdet på investeringarna och avkastningen från dem kan gå såväl ned som upp och investeraren riskerar att förlora hela sitt investerade innehav. Investeraren garanteras inga vinster på investeringar och kan förlora pengar. Förändringar i valutakurser kan förorsaka att värdet på investeringar gjorda i andra länder och vinster från dessa stiger eller faller. Denna analysprodukt uppdateras regelbundet.

Ingen del av SHB:s analysrapporter får reproduceras eller spridas till någon annan person utan att SHB dessförinnan lämnat sitt skriftliga medgivande därtill. Spridningen av detta dokument kan i vissa jurisdiktioner vara förbjuden i lag och personer som på något sätt mottar dokumentet måste själva förvissa sig om, och iaktta, eventuella restriktioner.

Rapporten innefattar inga legala eller skatterelaterade aspekter kopplade till emittentens planerade eller befintliga emissioner av skuldebrev. Innehållet är uteslutande avsett för kunder i Sverige.

Viktiga upplysningar om analyser

SHB:s medarbetare, inklusive analytiker, får ersättning som genereras av företagets totala lönsamhet. Ersättningen till analytiker baseras inte på specifika corporate finance- eller obligationsmarknadstjänster. Ingen del av analytikerns ersättning har kopplats, eller kommer att kopplas, direkt eller indirekt till specifika rekommendationer eller uppfattningar som uttrycks i analysrapporterna.

SHB och/eller dess dotterbolag kan erbjuda investmentbank-tjänster och andra tjänster, inklusive corporate banking-tjänster och värdepappersrådgivning, åt företagen som omnämns i vår analys.

Vi kan agera rådgivare och/eller mäklare åt de företag som omnämns i vår analys. SHB kan också ansöka om corporate finance-uppdrag hos dessa företag.

Vi köper och säljer värdepapper som omnämns i vår analys från kunder i eget namn. Vi kan därför vid olika tidpunkter ha en lång eller kort position i sådana värdepapper. Vi kan också fungera som marknadsгарant för värdepapper avseende alla företag som omnämns i analysrapporten.

SHB, dess närstående företag, kunder, tjänstemän, styrelseledamöter eller medarbetare kan äga eller inneha positioner i värdepapper som omnämns i analysrapporterna.

Under vissa förutsättningar får banken i samband med tjänster avseende finansiella instrument betala eller ta emot incitament, t.ex. avgifter och kommission från andra än kunden. Incitament kan bestå av såväl monetära som icke-monetära förmåner. Om incitament utges till eller tas emot av tredje part krävs att ersättningen ska syfta till att höja kvaliteten på tjänsten och att den inte hindrar banken från att tillvarata kundens intressen. Kunden ska informeras om de ersättningar som banken tar emot. När banken tillhandahåller investeringsanalys tar banken emot och behåller ersättningar och förmåner som utgör mindre icke-monetära förmåner från tredje part. Mindre icke-monetära förmåner består av något av följande.

- Uppgifter eller dokumentation om ett finansiellt instrument eller en investeringstjänst, som är av allmän karaktär.
- Skriftligt material som framställts av en tredjepart som är emittent för att marknadsföra en nyemission.
- Deltagande i konferenser och seminarier som gäller ett visst instrument eller en viss investeringstjänst
- Representation upp till ett rimligt värde.

Banken har riktlinjer för analys, vilka ska säkerställa analytikers och analysavdelningens integritet och oberoende samt identifiera faktiska eller potentiella intressekonflikter som berör analytiker eller banken, samt att lösa sådana eventuella konflikter genom att eliminera eller minska dem och/eller offentliggöra dem om lämpligt. Som ett led i kontrollen av intressekonflikter har Handelsbanken infört restriktioner ("informationshinder") i kommunikationen mellan analysavdelningen och andra avdelningar inom Handelsbanken. Analysavdelningen är organisatoriskt åtskild från corporate finance-avdelningen och andra avdelningar med liknande arbetsuppgifter. I riktlinjerna för analysavdelningen finns regler för hur ersättningar, bonus och lön får betalas ut till analytiker, vilka marknadsföringsaktiviteter en analytiker får delta i, hur analytiker ska hantera sina egna och närståendes värdepappersaffärer m.m. Vidare finns också inskränkningar i kommunikationen mellan analytikern och det analyserade bolaget.

Enligt bankens Etiska riktlinjer i Handelsbankenkoncernen ska styrelsen och samtliga anställda inom Handelsbanken i sin verksamhet i banken och vid andra uppdrag iaktta hög etisk standard. Anställda i banken ska uppträda så att förtroendet för banken upprätthålls. All verksamhet i koncernen ska präglas av hög etisk standard. Intressekonflikter ska identifieras och handläggas på ett för berörda parter rimligt sätt. Policyn för etik beskriver, utöver detta, även hur anställda som misstänker oegentligheter eller andra missförhållanden ska förfara, exempelvis med hjälp av SHB:s visseblåsarsystem (whistleblowing). I SHBs policy för korruption fastslås vikten av att förebygga och aldrig acceptera korruption, samt att alltid agera vid misstanke om korruption. För fullständig information om Handelsbankens Policyer hänvisas till Handelsbankens hemsida <https://www.handelsbanken.com/sv/> / Om koncernen / Policydokument och riktlinjer.

Macro Research and Trading Strategy

Macro Research

Christina Nyman	Head of Macro Research and Chief Economist	+46 8 701 51 58	Denmark	Jes Asmussen	Chief Economist, Denmark	+45 46 79 12 03
				Rasmus Gudum-Sessingø	Senior Economist, Denmark	+45 46 79 16 19
Web						
Terese Loon		+46 8 701 28 72	Norway	Marius Gonsholt Hov	Chief Economist, Norway	+47 22 39 73 40
Sweden				Nils Kristian Knudsen	Senior Strategist FX/FI	+47 22 82 30 10
Helena Bornevall	Senior Economist, Sweden	+46 8 701 1859				
Johan Löf	Senior Economist, Sweden	+46 8 701 5093				
Anders Bergvall	Senior Economist, Sweden	+46 8 701 8378	UK	James Sproule	Chief Economist, UK	+44 7812 4861 87
Erik Meyersson	Senior Economist, Eurozone	+46 8 701 1412		Daniel Mahoney	Senior Economist	+44 7890 3043 77
Johanna Högfeldt	Senior Economist, US	+46 8 701 1711				
			Trading Strategy			
Finland				Claes Måhlén	Chief Strategist	+46 8 701 83 16
Timo Hirvonen	Chief Economist, Finland	+358 10 444 2404		Nils Kristian Knudsen	Senior Strategist FX/FI	+47 22 82 30 10
Janne Ronkanen	Senior Economist, Finland	+358 10 444 2403		Lars Henriksson	Senior Strategist FX	+46 8 463 45 18
				Johanna Högfeldt	Senior Strategist FX	+46 8 701 17 11
				Andreas Hild	Ränte- och valutastrateg	+46 8 701 83 32

Debt Capital Markets

Robert Radway	Head of Debt Capital Markets	+46 8 701 21 97
Charlotte Wilson	Head of Debt Capital Markets Sweden	+46 8 701 22 45
Thomas Grandin	Head of Corporate Bonds	+46 8 463 45 83

Sales

Fixed Income Sales

Tomas Grandin +46 8 463 45 83

FX Sales

Petter Fjellheim +47 22 823 029

Syndication

Thomas Grandin +46 8 701 345 83

Risk advisory and cash management

Netherlands

Annelies Pruijk +31 204 127 668

Denmark

Kristian Nielsen +45 46 79 12 69

Sweden

Petter Holm +46 8 46 345 92

Johan Martinsson +46 702 01 73 58

Finland

Mika Rämänen +358 10 444 62 20

UK

Chris Yoxall +44 207 578 86 20

Norway

Petter Fjellheim +47 22 82 30 29

Toll-free numbers	From Sweden to N.Y. & Singapore 020-58 64 46	From Norway to N.Y. & Singapore 800 40 333	From Denmark to N.Y. & Singapore 8001 72 02	From Finland to N.Y. & Singapore 0800 91 11 00	Within the US 1-800 396-2758
--------------------------	--	--	---	--	--

Svenska Handelsbanken AB (publ)

Stockholm
Blasieholmstorg 11
SE-106 70 Stockholm
Tel. +46 8 701 10 00
Fax. +46 8 611 11 80

Copenhagen
Havneholmen 29
DK-1581 Copenhagen V
Tel. +45 46 79 12 00
Fax. +45 46 79 15 52

Helsinki
Itämerenkatu 11-13
FI-00180 Helsinki
Tel. +358 10 444 11
Fax. +358 10 444 2578

Oslo
Tjuvholmen allé 11
Postboks 1249 Vika
NO-0110 Oslo
Tel. +47 22 39 70 00
Fax. +47 22 39 71 60

London
Handelsbanken Plc
3 Thomas More Square
London GB-E1W 1WY
Tel. +44 207 578 8000
Fax. +44 207 578 8300

New York
Handelsbanken Markets Securities, Inc.
875 Third Avenue, 4th Floor
New York, NY 10022-7218
Tel. +1 212 326 5153
Fax. +1 212 326 2730
FINRA, SIPC