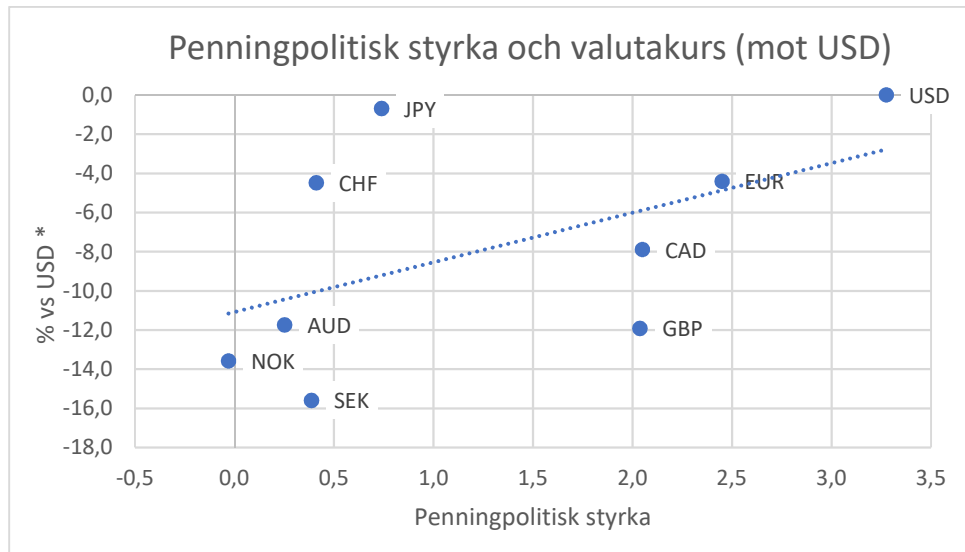


Vi gör en värdering av de största valutorna med hjälp av ett mått som tar hänsyn till deras känslighet för förändringar i riskaptit och den aktuella styrkan i penningpolitiken. Mot bakgrund av den analysen konstaterar vi att både den norska och svenska kronan är undervärderade, medan framför allt schweizerfrancen och den kanadensiska dollarn är övervärderade. Vidare förefaller oron för en recession ligga latent, samtidigt som ängslan för ett handelskrig varierar kraftigt. Vad som händer med den kinesiska tillväxten verkar dock inte röna ett lika stort intresse, åtminstone om man ska döma av sökaktiviteten på internet.

Vi har värderat valutorna med våra mått på riskaptit och penningpolitik. Norska och svenska kronorna är undervärderade.

Om valutor endast påverkades av hur stram den inhemska penningpolitiken är, skulle dess styrka eller svaghet illustreras av den streckade linjen i figuren nedan. Ju mer restriktiv penningpolitik i förhållande till det inhemska konjunkturläget (den horisontella axeln), desto starkare valutakurs mot, i det här fallet, US-dollar (den vertikala axeln). Ett svagt samband kan skönjas. USA som bedriver den stramaste politiken för tillfället gör att dollarn är historiskt sett starkare än övriga valutor. Vissa av de länder som bedriver den mest expansiva politiken i förhållande till konjunkturläget, som Australien, Norge och Sverige, har den svagaste valutan mot US-dollar. På det hela taget är dock sambandet relativt svagt. Det förefaller som att det lurar några faktorer i bakgrunden som styr valutorna, utöver den inhemska penningpolitiken.

Det är stor skillnad mellan kursutvecklingen för valutor som AUD, SEK, CAD och NOK å ena sidan och JPY och CHF å den andra, trots att penningpolitiken i förhållande till konjunkturläget är likartad, enligt vårt sätt att mäta. Skillnaden är att den första gruppen valutor normalt försvagas när riskaptiten är låg, medan de andra, tillsammans med US-dollar, tenderar att stärkas i oroliga tider. Det är därför inte orimligt att tro att riskaptit/riskaversion fortsätter att styra valutorna, utöver penningpolitiken.



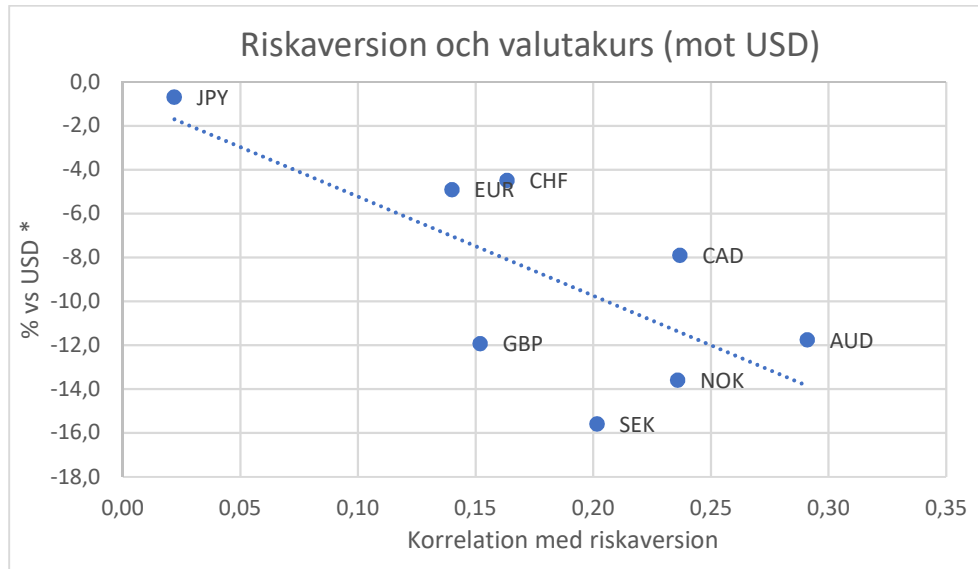
* Utveckling mot USD i relation till de senaste 5 årens genomsnittskurs

Vi har konstruerat ett mått på riskaptit/riskaversion som innebär att en global gemensam faktor som driver tillgångspriser generellt har rensats från prisernas volatilitet. Detta riskmått, mer om det i ett senare marknadsbrev, förklarar till stor del var de olika valutorna i dagsläget befinner sig i förhållande till US-dollar, och är avsevärt bättre än ett rent volatilitetsmått som exempelvis VIX. I figuren nedan visas de olika valutornas känslighet till förändringar i riskmålet (horisontell axel) och dess utveckling gentemot US-dollar. Som framgår har AUD, CAD, NOK & SEK den högsta

Recon Patrol

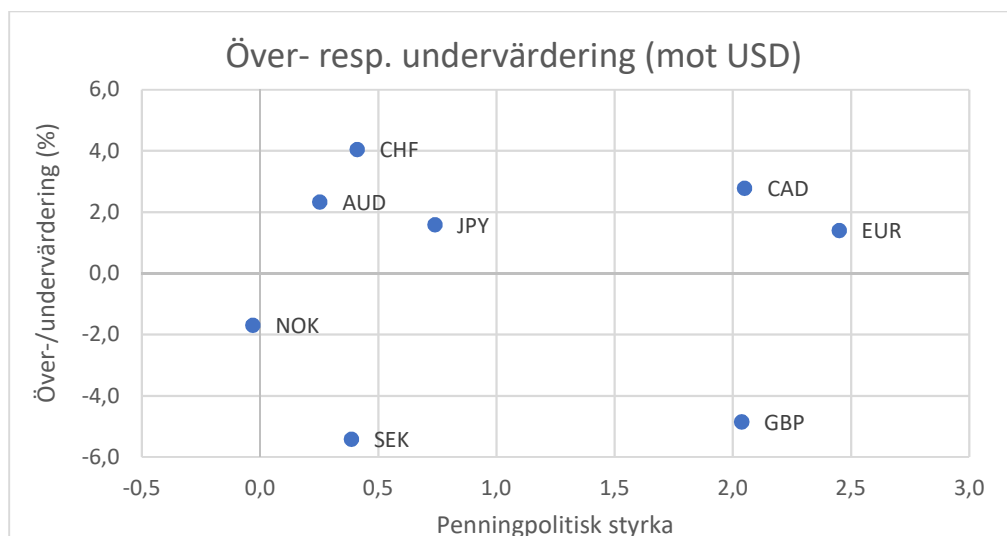
Macro and Financial Research for Professional Investors

korrelationen med förändringar i riskaptit/riskaversion. Dessa valutor är, tillsammans med pundet, de historiskt svagaste mot US-dollarn. Korrelationen mellan USD/JPY och vårt riskmått är däremot nära noll.



* Utveckling mot USD i relation till de senaste 5 årens genomsnittskurs

Om vi kombinerar de båda faktorerna – penningpolitik och riskaptit/riskaversion – och räknar ut hur långt de olika valutorna ligger från den ideala linjen får vi ett mått på hur över- eller undervärderade de är mot dollarn (se figuren nedan). Om vi jämför med den första figuren (som endast tar hänsyn till penningpolitik) är det några saker som sticker ut. Yenen är exempelvis inte längre lika övervärderad. Om vi tar hänsyn endast till skillnaderna i penningpolitik skulle yenen i dagsläget vara ca 10% för stark gentemot US-dollarn, men yenums och dollarns i stort sett likvärdiga styrka i perioder av hög riskaversion gör att yenen i dagsläget är knappt 2% för högt värderad.



Samtidigt är varken AUD eller CAD längre undervärderade. Faktum är att med tanke på deras känslighet för förändringar i riskaptiten borde de ha varit ännu svagare, givet den aktuella penningpolitiken. Den kanadensiska dollarn är exempelvis övervärderad gentemot US-dollar, med ca 3%. Även EUR och CHF är övervärderade när hänsyn har tagits till den rådande riskaptiten och den aktuella penningpolitiken i respektive ekonomier, medan både den norska och svenska kronan, liksom det brittiska pundet, är undervärderade.

Man ska dock komma ihåg att detta inte är några exakta beräkningar och att det dessutom kan finnas flera, såväl globala som mer landspecifika faktorer som kan förklara valutakurserna, exempelvis oljepriser, geopolitiska händelser, handelskrig och tillväxtutsikter i Kina. Brexit är en sådan faktor som rimligen bidragit till att pundet är undervärderat i förhållande till de fundamentala faktorerna. Inget säger dock heller att värderingen inte kan bli än mer extrem innan den eventuellt korrigeras. Men vi bedömer att det sannolikt ger en bra bild av vilka valutor som är "fel" värderade.

Med dessa utgångspunkter ser vi flera möjligheter. Exempelvis finns en potential i en försvagning av CAD mot NOK, vilket också är en "oljeneutral" position (se föregående marknadsbrev om oljan och norska kronan). Den svenska kronan borde också kunna stärkas mot flertalet av de övervärderade valutorna, även om vi vet att många investerare för längesen givit upp denna förhoppning. Men nu är det kanske dags, och det med lite hjälp från uppsvinget i riskaptit från början av året. Dessutom borde det finnas utsikter för en lägre euro, i synnerhet mot bakgrund av att utsikterna för euroområdet tillväxt sannolikt är alldeles för högt ställda (se vår analys i <http://bit.ly/EU-recession>).

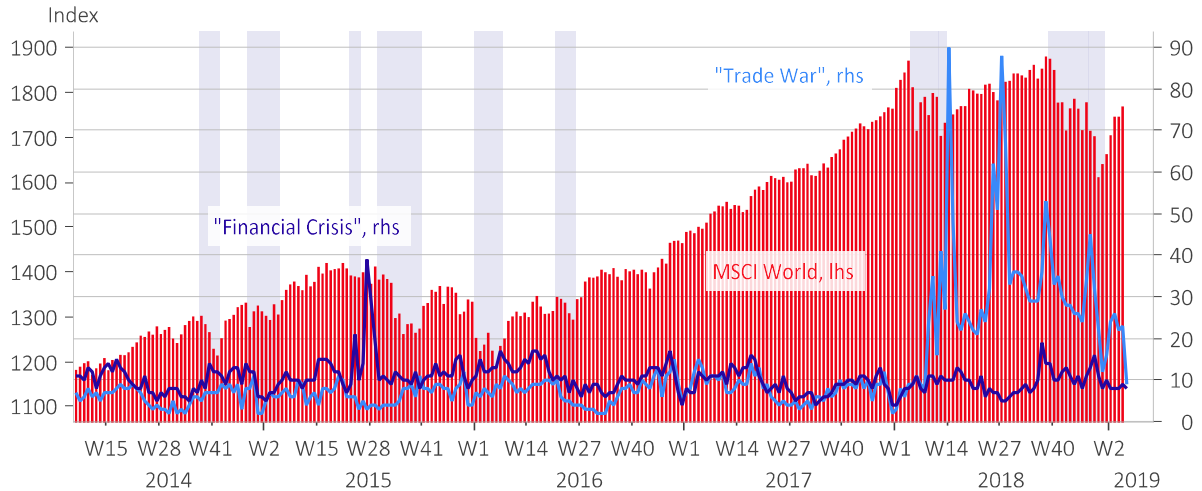
Oron för global recession och handelskrig har fallit kraftigt, åtminstone på internet.

Avslutningsvis en liten tillbakablick på de dramatiska händelserna på finansmarknaderna under sista kvartalet förra året, som för övrigt nu verkar ha fallit i glömska. Man kan undra om det fanns en oro för tillväxt, Feds penningpolitik, handelskrig, Kinas tillväxt och annat, som gjorde att investerare över hela världen vid en viss tidpunkt fick finansmarknaderna att kollapsa. Eller är det så att det kommer plötsliga korrigeringar på finansmarknaderna av olika magnitud och med ojämna mellanrum, som av experter och analytiker måste ges en till synes rationell förklaring i efterhand. Frågan kommer inte att få ett svar här, men den kan vara värd att hålla i minnet när vi ska se på vilka faktorer som var i fokus på internet under den här perioden.

I figuren nedan ser vi den globala aktiemarknadens veckovisa utveckling de senaste 5 åren. De skuggade partierna är de tillfällen då marknaden har haft sättningar som varat mer än under 3–4 veckor. Den ljusblå linjen visar sökaktiviteten på "Trade War" på internet, enligt Google Trends. Den exploderade, minst sagt, under börsnedgången i början av 2018. Den toppade några gånger till under året, men hade en fallande trend under andra halvan av året. Notera att detta mönster egentligen inte säger något om huruvida det var oron för ett handelskrig som utlöste oron på finansmarknaderna, eller om det var oron på finansmarknaderna som fick sökaktiviteten på "Trade War" att öka. Sökningar på "Financial Crisis" (mörkblå linje) har varit tämligen stabila under de

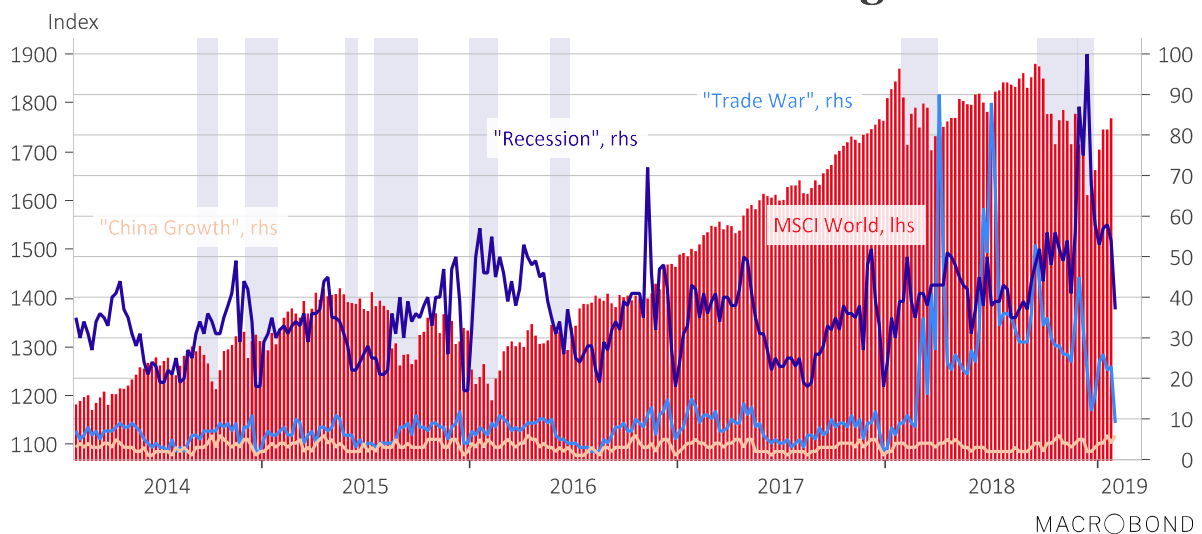
senaste 5 åren, med något undantag 2015 i samband med kraschen på den kinesiska aktiemarknaden och möjligen när oron inleddes på allvar under fjärde kvartalet 2018.

Global aktiemarknad och internetsökningar



Några övriga exempel på sökord som vi har undersökt visas i figuren nedan. Noterbart är att "China Growth" uppvisar ett relativt lågt intresse vad gäller internetsökningar, trots att det varit i fokus som förklaring till marknadsoron under 2018. (Vi har provat andra sökord med samma innebörd, men med liknande resultat). Däremot förefaller "Recession" tilldra sig ett konstant relativt högt intresse, som dessutom ökade under slutet av förra året, för att sedan falla tillbaka något. Huruvida aktiviteten på internet är en ledande indikator eller inte återstår väl att undersöka, men inte mindre intressant att notera är att oron för en recession förefaller ligga latent, medan vad som händer med den kinesiska tillväxten inte förefaller ha ett lika stort intresse, åtminstone på internet.

Global aktiemarknad och internetsökningar



MACROBOND

Recon Patrol

Macro and Financial Research for Professional Investors

Disclaimer

The information contained in this website is intended solely to provide general guidance on matters of interest for the personal use of the reader, who accepts full responsibility for its use. The application and impact of laws can vary widely based on the specific facts involved. Given the changing nature of laws, rules and regulations, and the inherent hazards of electronic communication, there may be delays, omissions or inaccuracies in information contained in this publication. The information is produced by the website and the opinions expressed are as of the date of writing and are subject to change. It does not constitute an offer or an invitation by or on behalf of Recon Patrol to any person to buy or sell any security or investment product. Any reference to past performance is not necessarily a guide to the future. The information and analysis contained in this publication have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable but Recon Patrol does not make any representation as to their accuracy or completeness and does not accept liability for any loss arising from the use hereof. All information in this website is provided "as is", with no guarantee of completeness, accuracy, timeliness or of the results obtained from the use of this information, and without warranty of any kind, express or implied, including, but not limited to warranties of performance, merchantability and fitness for a particular purpose. Nothing herein shall to any extent substitute for the independent investigations and the sound technical and business judgment of the reader. In no event will the author be liable to you or anyone else for any decision made or action taken in reliance on the information in this publication or for any consequential, special or similar damages, even if advised of the possibility of such damages. This document may not be reproduced either in whole, or in part, without the written permission of the author.